

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE MANAGERIALE  
POSITIONNEMENT ET ROLE DES GERANTS  
DE FONDS SOCIALEMENT RESPONSABLES

THESE POUR LE DOCTORAT NOUVEAU REGIME  
ES SCIENCES DE GESTION

Présentée et soutenue publiquement  
devant l'IAE de Bretagne Occidentale à Brest

Le 29 novembre 2005

Par

Jérémy MORVAN

JURY

Directeur de la recherche : Christian CADIOU  
Professeur à l'Université de Bretagne Occidentale

Rapporteurs : Pascal DUMONTIER  
Professeur des HEC Genève

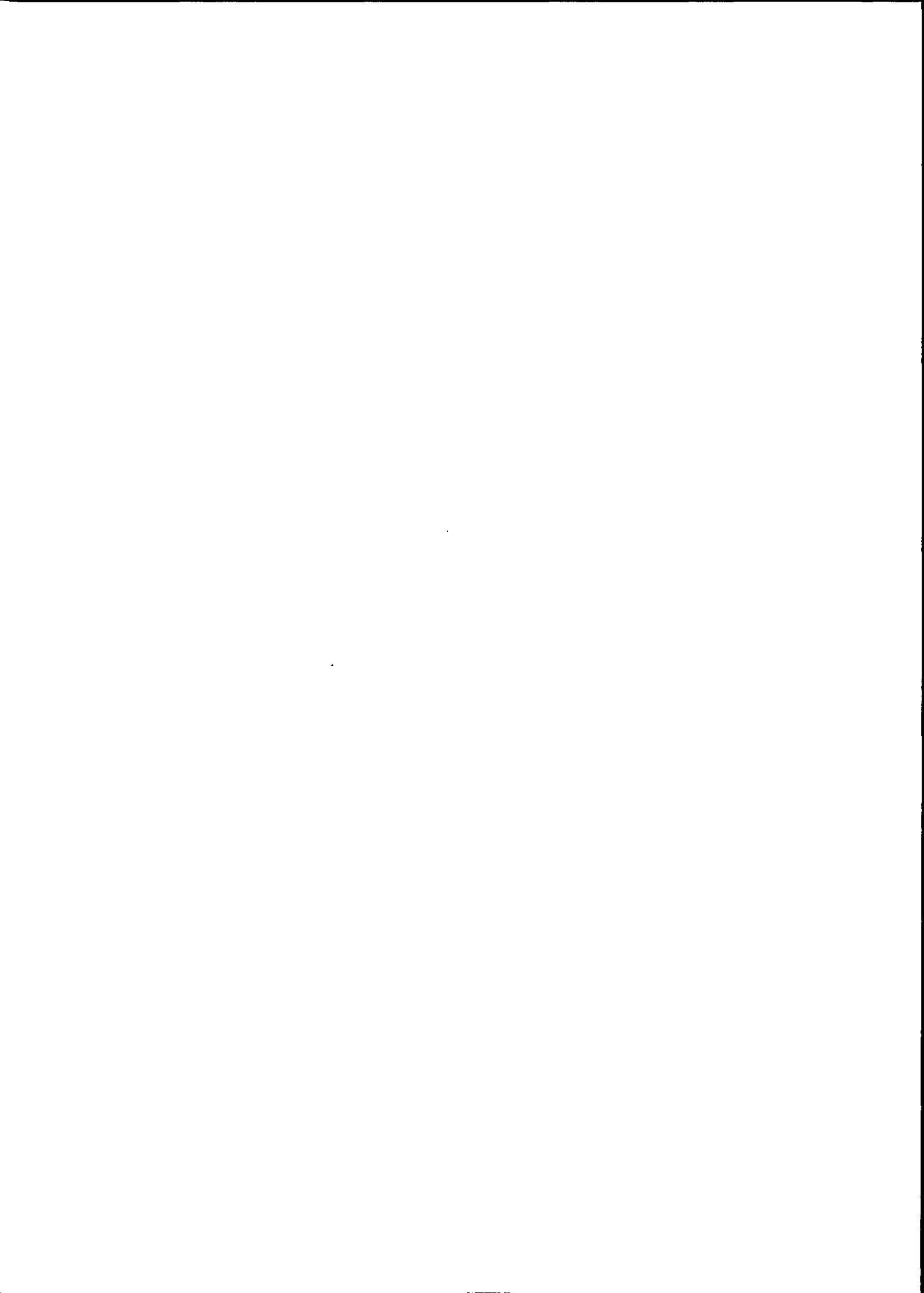
Jacques IGALENS  
Professeur à l'Université de Toulouse 1

Suffragants : Patrick GABRIEL  
Maître de conférence à l'Université de Bretagne Occidentale  
Habilitation à diriger des recherches

Didier BOUCHARD  
Président du directoire de Fédéral Finance



IAE de Bretagne Occidentale  
Laboratoire ICI (EA 2652)  
12, rue de Kergoat  
CS 93837  
29238 Brest cedex 3



LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE MANAGERIALE  
POSITIONNEMENT ET ROLE DES GERANTS  
DE FONDS SOCIALEMENT RESPONSABLES

THESE POUR LE DOCTORAT NOUVEAU REGIME  
ES SCIENCES DE GESTION

Présentée et soutenue publiquement  
devant l'IAE de Bretagne Occidentale à Brest

Le 29 novembre 2005

Par

Jérémy MORVAN

JURY

- Directeur de la recherche : **Christian CADIOU**  
Professeur à l'Université de Bretagne Occidentale
- Rapporteurs : **Pascal DUMONTIER**  
Professeur des HEC Genève
- Jacques IGALENS**  
Professeur à l'Université de Toulouse 1
- Suffragants : **Patrick GABRIEL**  
Maître de conférence à l'Université de Bretagne Occidentale  
Habilité à diriger des recherches
- Didier BOUCHARD**  
Président du directoire de Fédéral Finance



IAE de Bretagne Occidentale  
Laboratoire ICI (EA 2652)  
12, rue de Kergoat  
CS 93837  
29238 Brest cedex 3

L'Université de Bretagne Occidentale n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans cette thèse : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

## REMERCIEMENTS

Tout naturellement mes premiers remerciements vont à Christian Cadiou pour ses conseils, son soutien et ses encouragements lors de ces trois années de travail.

Il en est de même pour tous les membres du jury de soutenance dont les remarques ont permis de consolider cette recherche.

Je tiens également à remercier Patrick Gabriel et Yann Régnard avec qui mes recherches se sont révélées aussi passionnantes que fructueuses.

Je ne saurais oublier Bertrand Urien, directeur du laboratoire I.C.I (EA 2652) pour ses conseils méthodologiques, qui n'ont jamais été démentis, et Philippe Cahuzac, directeur, et Françoise Maurel, responsable administrative, pour leur accueil à l'Ecole Doctorale Lettres-Langues-Société-Gestion (ED 253).

Une mention spéciale revient à Nathalie Cotillard pour ses enseignements en finance de marché en deuxième et troisième cycles.

Enfin, je tiens à remercier les membres de l'équipe de l'I.A.E de Bretagne Occidentale, pour leur simplicité alliée à la rigueur scientifique et à la constance de leur engagement pédagogique.

Que tous trouvent dans ces quelques lignes l'expression de ma gratitude.

# SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE.....	7
PREMIERE PARTIE : CONSTRUCTION D'UN MODELE THEORIQUE	
INTRODUCTION PREMIERE PARTIE .....	24
CHAPITRE I : LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE .....	27
1. L'apport de la théorie de l'agence .....	29
1.1. Vers la théorie de l'agence.....	29
1.1.1. La firme managériale .....	29
1.1.2. La relation d'agence.....	31
1.2. Les acteurs de la gouvernance actionnariale.....	36
1.2.1. Le noyau stratégique.....	38
1.2.2. Les actionnaires non contrôlares .....	41
2. L'apport de la théorie des parties prenantes .....	48
2.1. Vers la théorie des parties prenantes.....	48
2.1.1. Les limites de la gouvernance actionnariale .....	48
2.1.2. Théories des coûts de transaction et du jeu coopératif....	50
2.2. La théorie des parties prenantes.....	52
2.2.1. La nature de la relation avec la firme.....	53
2.2.2. Identification des partenaires .....	55
2.2.2.1. Les partenaires.....	55
2.2.2.2. Les catégories de partenaires.....	61
2.3. Une gouvernance élargie .....	63
2.3.1. Les acteurs.....	63
2.3.2. La strate actionnariale .....	65
2.3.3. La strate partenariale.....	66
2.3.4. La strate citoyenne .....	69
3. Vers une gouvernance complexe .....	72
3.1. Critique de la théorie des parties prenantes .....	72

3.2. La création de valeur.....	76
3.2.1. L'approche transactionnelle.....	77
3.2.2. Création de valeur et gouvernance partenariale.....	79
3.2.3. Création de valeur et gouvernance citoyenne .....	84
3.3. Convergences des modèles .....	87
3.3.1. Les modèles de gouvernance .....	88
3.3.2. L'évolution des modèles .....	90
Conclusion partielle.....	94
CHAPITRE II : CONSTRUCTION D'UN MODELE D'EXPERIMENTATION .....	96
1. Des relations complexes .....	98
1.1. Mesure de la satisfaction des strates .....	98
1.1.1. La satisfaction de la strate actionnariale .....	99
1.1.2. La satisfaction de la strate partenariale .....	101
1.1.3. La satisfaction de la strate citoyenne .....	103
1.1.4. Un équilibre complexe .....	109
1.2. Diversité, pouvoir et ubiquité .....	110
1.2.1. Le nombre d'acteurs.....	110
1.2.2. Le pouvoir du dirigeant.....	113
1.2.3. L'ubiquité des parties prenantes .....	115
2. La légitimité du noyau stratégique .....	120
2.1. Les légitimités.....	120
2.1.1. Définition .....	121
2.1.2. Cadre analytique .....	124
2.2. Formes de légitimité et strates .....	127
2.2.1. La légitimité actionnariale .....	127
2.2.2. La légitimité partenariale .....	130
2.2.3. La légitimité citoyenne.....	133
3. Vers un gouvernement d'entreprise intégré.....	136
3.1. La confiance.....	136
3.2. L'équilibre de la gouvernance : l'approche orthodoxe.....	138
3.3. Les déséquilibres de la gouvernance : l'approche hétérodoxe ....	141
3.3.1. Les crises fiduciaires.....	142
3.3.2. Le traitement différencié dans une strate .....	144

3.3.3. Le traitement différencié entre les strates .....	145
3.3.4. Le traitement différencié des strates .....	146
3.4. Trois missions : vers la RSE .....	148
Conclusion partielle .....	155

## SECONDE PARTIE : VALIDATION EMPIRIQUE DU MODELE

INTRODUCTION SECONDE PARTIE .....	158
-----------------------------------	-----

CHAPITRE III : VALIDATION EMPIRIQUE DE LA LEGITIMITE MORALE .....	163
---	-----

1. Concurrences industrielle et commerciale.....	165
1.1. Définition .....	165
1.2. Application aux sociétés de gestion.....	167
1.3. Une nouvelle compétence à maîtriser : l'analyse sociale .....	170
1.3.1. Le screening négatif.....	171
1.3.2. Le screening positif.....	173
1.3.2.1. Les items actionnariaux.....	174
1.3.2.2. Les items partenariaux .....	176
1.3.2.3. Les items citoyens .....	178
1.3.3. Pratiques des fonds SR.....	180
1.3.3.1. Intérêts et limites des méthodes de filtrage ....	181
1.3.3.3. Des pratiques diverses.....	184
2. Analyse longitudinale .....	186
2.1. Marchés financiers et marché de la gestion indirecte .....	186
2.1.1. Une hypothèse.....	186
2.1.2. Un premier test.....	188
2.2. Le cas français .....	190
2.2.1. Trois phases.....	191
2.2.2. Les « précurseurs » (1983-1994) .....	193
2.2.3. Les « développeurs » (1995-2001).....	196
2.2.4. Les « suiveurs » (2001-...).....	200
2.2.5. Les déterminants du développement d'une finance SR	205
3. Analyse de données textuelles.....	209
3.1. L'analyse lexicale .....	209



3.1.1. Exercice de la légitimité morale.....	209
3.1.2. Méthodologie .....	211
3.1.2.1. Les notices d'information.....	211
3.1.2.2. Constitution du corpus .....	213
3.1.2.3. L'analyse lexicale.....	215
3.2. Résultats.....	218
3.2.1. Classe 1 .....	219
3.2.2. Classe 2 .....	221
3.2.3. Classe 3 .....	222
3.2.4. Analyse factorielle des correspondances .....	224
3.2.5. Discussion .....	228
3.2.5.1. Quelques enseignements méthodologiques....	228
3.2.5.2. Les légitimités .....	231
Conclusion partielle.....	235
CHAPITRE IV : VALIDATION EMPIRIQUE DES LEGITIMITES COGNITIVE ET PRAGMATIQUE .....	237
1. La compatibilité entre pragmatisme et moralité .....	239
1.1. Des débuts difficiles.....	239
1.1.1. Problèmes méthodologiques .....	240
1.1.2. Les premières recherches .....	241
1.2. Les années 1990.....	244
1.3. Les recherches en Europe continentale.....	248
1.4. Synthèse sur la littérature pragmatique.....	250
1.5. Exercice des légitimités cognitive et pragmatique .....	256
2. Analyse empirique des portefeuilles et des indices .....	259
2.1. Présentation des deux portefeuilles.....	259
2.2. Présentation des indices .....	262
2.2.1. La zone euro.....	263
2.2.2. L'Europe de l'Ouest.....	265
2.3. Indicateurs statistiques et modèles financiers .....	266
2.3.1. Les indicateurs statistiques.....	267
2.3.2. Les indicateurs financiers.....	268
2.3.2.1. La frontière efficiente.....	269

2.3.2.2. La droite de marché.....	270
2.3.2.3. Le ratio de Sharpe .....	273
2.3.2.4. Le ratio de Treynor.....	274
2.3.2.5. Le $\alpha$ de Jensen .....	278
2.3.2.6. Le ratio d'information.....	279
3. Résultats des tests de performance .....	281
3.1. Caractéristiques des distributions .....	284
3.1.1. Les placements de la zone euro.....	284
3.1.1.1. Une évolution baissière .....	284
3.1.1.2. Statistiques élémentaires .....	285
3.1.1.3. Analyse espérance-variance .....	287
3.1.2. Les placements européens.....	288
3.1.2.1. Une évolution baissière .....	288
3.1.2.2. Statistiques élémentaires .....	289
3.1.2.3. Analyse espérance-variance .....	291
3.1.3. Analyse des résultats intermédiaires .....	291
3.2. Les modèles financiers.....	292
3.2.1. La frontière efficiente.....	292
3.2.1.1. Les placements de la zone euro.....	293
3.2.1.2. Les placements européens.....	294
3.2.2. La droite de marché.....	295
3.2.2.1. Les placements de la zone euro.....	296
3.2.2.2. Les placements européens.....	298
3.2.3. Les ratios financiers .....	301
3.2.3.1. Les placements de la zone euro.....	301
3.2.3.2. Les placements européens.....	305
Conclusion partielle.....	309
<hr/>	
CONCLUSION GENERALE .....	312
Bibliographie .....	322



## INTRODUCTION GENERALE

*« L'expérience n'indique pas clairement que la politique de placement qui est socialement avantageuse coïncide avec celle qui rapporte le plus. [...] Finalement l'individu qui investit à long terme et qui par-là sert le mieux l'intérêt général est celui qui, dans la pratique, encourra le plus de critiques, si les fonds à placer sont administrés par des comités, des conseils, ou des banques. Son attitude en effet ne peut que la faire passer aux yeux de l'opinion moyenne pour un esprit excentrique, subversif et inconsideré<sup>1</sup>. »*

*« Dans une période de crise économique et financière, le groupe BNP Paribas a obtenu en 2003 des résultats de haut niveau en gardant le cap de sa stratégie de développement dans la rentabilité. En dépit des difficultés de la conjoncture et de leur pression sur les performances économiques, le groupe s'est attaché à assumer sa responsabilité sociale et environnementale. Ses engagements de longue date ont été largement reconnus. C'est ainsi que son rating socialement responsable a été amélioré par les principales agences extrafinancières et qu'il s'est vu décerner plusieurs distinctions, notamment en raison de sa transparence en matière de gouvernance et de contribution au développement durable : [...]. Cette reconnaissance conforte le groupe dans le choix des principes d'action exigeants qui animent sa gouvernance et ses relations avec toutes ses parties prenantes. La meilleure visibilité de notre contribution au développement durable nous incite à rester modeste face aux multiples attentes de la société à notre égard [...]. »*

Michel Pébereau

président-directeur général de BNP Paribas

« Le mot du président »

Rapport Développement Durable 2003, p. 5

<sup>1</sup> Cf. John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, éditions Fayot, Paris, 1998, p. 172

A plus d'un titre, ce court extrait est révélateur. En effet, ces quelques phrases éclairent simultanément plusieurs éléments. Tout d'abord, elles illustrent la sensibilité – au moins affichée – d'un grand groupe bancaire français à ces nouvelles thématiques que constituent la responsabilité sociale et environnementale (RSE) et le développement durable (DD) et la notation extrafinancière. S'illustre également la volonté de faire reconnaître la conformité du fonctionnement de l'organisation à ces nouveaux standards de gestion, émergents mais non moins prégnants. Enfin, une hiérarchisation intangible des objectifs de l'entreprise apparaît puisque, même dans un « rapport de développement durable », rédigé conformément à la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques votée en 2002, le souci de rentabilité est le tout premier mis en avant. Tout ceci traduit sans doute un tâtonnement et des difficultés à trouver un équilibre organisationnel et discursif entre un impératif de performance financière, la création d'obligations nouvelles adossées à une responsabilité élargie aux conséquences de l'activité économique pour tous les partenaires et un besoin de reconnaissance des efforts consentis par la firme. Ainsi, derrière ce point de vue émis par un dirigeant connu et reconnu transparait la problématique que constitue l'insertion d'un concept novateur comme le DD dans les pratiques de gouvernance d'une entreprise globale. En effet, présentes aux quatre coins du monde, beaucoup d'organisations marchandes cotées sont certainement plus habituées au respect de codes sectoriels imposés par le recentrage sur le cœur de métier, à la pression univoque des marchés financiers et aux concurrences industrielle et commerciale qu'à l'application dans sa gestion des principes de solidarité, d'équité, d'écologie etc. portés par la RSE. Voilà donc un curieux exercice imposé de communication institutionnelle : une entreprise semble devoir convaincre de son respect de certaines normes et conventions sociales qui lui semblent être nouvelles si ce n'est, au moins partiellement, étrangères. Pourquoi cette étrange nécessité ? Certains éléments de réponse à cette question se trouvent dans la configuration du contexte économique et sociétal au virage des XX<sup>e</sup> et XXI<sup>e</sup> siècles. En effet, on y trouve les raisons d'une interpellation par l'opinion publique, relayée par de nombreux agents, des dirigeants sur leurs méthodes de pouvoir et leurs pratiques de gestion.

Dans les premières années de la décennie 1990, il existe de nombreuses raisons d'être optimiste. L'effondrement du Bloc de l'Est permet d'envisager la « fin de l'Histoire<sup>2</sup> », c'est-à-dire celle des affrontements destructeurs, des conflits meurtriers, des guerres incessantes, faute d'adversaires. A plusieurs égards, l'époque présente alors des perspectives favorables. La chute de l'Empire soviétique consacre le modèle capitaliste comme modèle prédominant. La paix constitue un nouvel horizon rassurant pour le développement et le progrès<sup>3</sup>. L'intégration d'une « nouvelle grappe technologique » telle que la nommerait l'économiste autrichien Schumpeter permet l'industrialisation du secteur des services en même temps que l'ouverture de nouveaux marchés dont le nombre de consommateurs potentiels se compte en milliards. L'expansion de l'économie américaine atteint des records sous la seconde administration Clinton (1996-2000). Les nations d'Europe occidentale suivent l'élan : la croissance culmine et le chômage recule. Le capitalisme, dans sa version patrimoniale centrée sur la finalité de l'entreprise sur la création de valeur pour l'actionnaire<sup>4</sup>, semble porteur des plus hautes promesses d'accession au bien-être sociétal. Dans le sillage, les indices boursiers entament une forte progression qui alimente autant qu'elle est alimentée par un mouvement de concentration des entreprises. Des oligopoles mondiaux dans différents secteurs d'activité (divertissement avec la fusion AOL-Time Warner en 2001 à laquelle répond celle de Vivendi, Seagram et Canal + quelques mois plus tard, automobile avec le rapprochement Renault-Nissan en 1999 etc.) émergent dans le cadre d'opérations de fusions et acquisitions non plus réalisées par un versement de liquidités mais par un échange de « papier », c'est-à-dire de titres de propriété du capital social des nouveaux ensembles créés. Dans le même temps, la mondialisation s'élargit en insérant progressivement de nouveaux pays dans un système globalisé d'échange de biens, de services et de capitaux. Certaines économies décollent et affichent durablement des taux de croissance à deux chiffres. C'est le cas

---

<sup>2</sup> Cf. Francis Fukuyama, *La fin de l'Histoire et le dernier homme*, éditions Flammarion, Paris, 1992, 451 pages

<sup>3</sup> Cf. Karl Polanyi, *La grande transformation*, éditions Gallimard, Paris, 1998, p. 21-41

<sup>4</sup> Cf. Dominique Plihon (sld.), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, éditions La documentation française, Paris, octobre, 2002, p. 17-37

particulièrement de la Chine mais également de l'Inde, de l'Indonésie et de la Thaïlande.

Cependant, malgré les espérances, loin d'ouvrir une nouvelle ère, la période n'est pas une exception au regard de la loi d'airain des cycles économiques. Les premiers touchés sont les plus fragiles. Ainsi, dès la seconde moitié de la décennie 1990, les signes d'un déséquilibre manifeste se multiplient. Les crises financières se répètent dans les pays en voie de développement. L'Asie du Sud-Est est emportée dans la tourmente à partir de l'automne 1997. Le Brésil, la Corée du Sud et la Russie sont touchés à leur tour en 1998 tandis que l'Argentine s'effondre en 2002. Malgré des progrès parfois notables, l'écart reste important par rapport aux pays les plus avancés, caractérisés notamment par la solidité de leur architecture bancaire et monétaire. De l'interdépendance supposée par le mouvement de mondialisation n'émergent pas spontanément la stabilité et la démocratie<sup>5</sup>. L'année 2000 est sans doute l'année charnière pour les pays développés. En effet, à cette date, les marchés financiers atteignent leurs plus hauts historiques. Mais rapidement, la bulle boursière, formée autour des valeurs de la Nouvelle Economie censées ouvrir la voie d'une profitabilité aussi élevée que perpétuelle, se dégonfle. Peu de *start-up* survivent à l'année 2001 et le mouvement baissier se poursuit en 2002 en frappant les entreprises des secteurs d'activité traditionnels (industrie, transport, banque, énergie...). Les scandales financiers émaillent l'actualité (Enron aux Etats-Unis en 2001, Vivendi Universal en France en 2002, Parmalat en Italie en 2003). Leur répétition ternit peu à peu la réputation collective des dirigeants et des administrateurs des grandes entreprises accusés d'opportunisme voire de malversations et de comportements directement délictueux. Les usages de grands groupes cotés montrent plusieurs limites. Les mécanismes de contrôle semblent peu efficaces. Les normes comptables sont utilisées pour embellir la situation financière et économique des entreprises (*window dressing*). Les administrateurs chargés de contrôler le dirigeant lui sont dépendants pour leur information comme pour leur nomination etc.

---

<sup>5</sup> Cf. Benjamin R. Barber, *L'empire de la peur*, éditions Fayard, Paris, septembre, 2004, 50 pages

Mais, sans être exhaustives, les responsabilités s'élargissent également aux professionnels de l'industrie financière. Ainsi, les institutions bancaires peinent à maintenir une nette séparation (« *China Wall* ») entre leurs activités de banques d'affaires et d'investissement et celles de sociétés de bourse induisant des recommandations d'achat ou de vente de valeurs mobilières biaisées par la volonté de décrocher de lucratifs contrats d'ingénierie financière, d'émissions obligataires, d'opérations de fusions et acquisitions (M&A). Les cabinets d'expertise comptable n'échappent pas non plus à la critique. Ils développent en effet leurs missions de conseil pour accroître leurs revenus sans mesurer tous les risques induits pour leur nécessaire impartialité d'auditeurs externes<sup>6</sup>. Les agences de notation, chargées d'évaluer la solidité financière des entreprises cotées, se révèlent peu prédictives, incapables d'émettre des signaux clairs en direction des créanciers et des petits porteurs sur la solvabilité des sociétés qu'elles notaient. Leur action se limite souvent à prendre acte d'une situation, voire alimente une fragilité déjà avérée, la baisse de la note déclenchant le remboursement anticipé de certains prêts bancaires. Les sociétés de gestion aussi sont incriminées. Le développement de la gestion benchmarkée, où le gérant suit un indice de marché – en fait un portefeuille de valeurs mobilières connu de tous et construit pour être représentatif de la tendance boursière – conduit à des pratiques passives et mimétiques. Si la technique laisse libre cours à une inclination sans doute prudente à titre individuel puisqu'elle réduit les écarts de performance et partant, la concurrence sur le marché de la collecte d'épargne, elle se révèle par contre pernicieuse à titre collectif en amplifiant les évolutions boursières, à la hausse comme à la baisse. De plus, souvent faute de moyens autant que de soutien à l'échelle des marchés internationaux de capitaux, les autorités de tutelle peinent à imposer une régulation. Ainsi, de manière générale, ce sont plusieurs éléments qui se sont additionnés pour renforcer l'acuité de la crise : « *A la source était la rapide croissance de la capitalisation boursière à la fin des années 1990 qui a engendré de manière notable une augmentation importante des opportunités de cupidité. Une avidité contagieuse a semblé saisir une*

---

<sup>6</sup> Cf. Olivier Pastré et Michel Vigier, *Le capitalisme déboussolé*, éditions La Découverte, Paris, 2003, 224 pages



*majeure partie du monde des affaires*<sup>7</sup>. » En effet, l'avidité s'est nourrie d'un contexte marqué par les innovations financières élargissant la gamme des montages possibles, à la complexité croissante, par l'affaiblissement relatif des mécanismes de contrôle, par le développement de l'usage des nouvelles technologies permettant une plus forte réactivité. Le recours croissant aux marchés financiers conduit à une inflation des actifs cotés<sup>8</sup> utilisés comme monnaie d'échange dans une course à la taille critique, à la dimension « globale ». La rentabilité financière attendue des capitaux (Roe) est arbitrairement fixée à un niveau économiquement non soutenable de 15%<sup>9</sup>. Il semble que, contrairement à ce qu'estimait l'économiste anglais John Maynard Keynes, certains travers de la nature humaine ne trouvent pas à s'épancher de manière inoffensive dans le gain d'argent et la constitution de fortune<sup>10</sup>.

Dans ce contexte, la prise de conscience d'une fragilité persistante des structures du capitalisme se répand. La crise économique et financière prend alors une dimension fiduciaire en portant tout à la fois sur la définition des règles du jeu et sur celle des résultats ultimes attendus. Alors que des centaines de milliards de dollars, d'euros et de yens s'évaporent sur les marchés financiers, nombreux sont ceux qui s'interrogent sur le fonctionnement du capitalisme et ses finalités. Au sein des entreprises, les mécanismes de gouvernance sont l'objet d'une attention renouvelée. Il est vrai que les dysfonctionnements paraissent nombreux. Le primat des marchés financiers pèse lourdement sur les firmes. Les actionnaires les plus volatils, en fait des acteurs spéculateurs attirés par de rapides plus-values, imposent un rythme rapide à des entreprises, qui, en tant qu'organisations sociales complexes abritant une série de relations entre différents acteurs, respirent à un rythme plus lent. Les stratégies industrielles et commerciales sont ainsi de plus en plus souvent déclinées non en plans de développement pluriannuels mais en capacités de réaction rapide à un environnement de plus en plus turbulent et

---

<sup>7</sup> Cf. Federal Reserve Bank, *Testimony of Chairman Alan Greenspan*, Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S Senate, July, 16, 2002, p. 4

<sup>8</sup> Cf. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, octobre 1999, Paris, p. 10

<sup>9</sup> Cf. Dominique Plihon (sld.), *op. cit.*, p. 14

<sup>10</sup> Cf. John Maynard Keynes, *op. cit.*, p. 367

incertain<sup>11</sup>. Egalement, la performance organisationnelle compte-tenu du risque encouru est mesurée du point de vue des seuls propriétaires du capital à qui revient *de jure* toute la valeur créée. Cependant, la qualité de la mobilisation des agents économiques autour du projet stratégique commence à se dégrader avec le reflux de la croissance et la chute des marchés boursiers. Les petits porteurs manifestent leur incompréhension en se retirant du capital des sociétés cotées au profit de placements moins risqués mais à la performance plus régulière (« *flight to quality* ») ou au contraire inaugurent un virulent activisme actionnarial auprès du dirigeant et des actionnaires majoritaires qui détiennent le pouvoir sur le projet stratégique. La prise de contrôle d'Eurotunnel en avril 2004 en est un exemple. Ce mouvement s'illustre également avec le développement des associations de petits porteurs (ADAM, APPAC<sup>12</sup> etc. soutenus par des cabinets spécialisés tels que Déminor) qui se mobilisent notamment pour faire passer dans le droit français les *class action* leur permettant de se regrouper autour d'une action judiciaire à l'encontre d'une firme au nom de leurs intérêts communs. D'autres acteurs économiques expriment également une certaine frustration ou des craintes. Les salariés adoptent des stratégies d'engagement prudent face aux risques croissant de licenciement dans un contexte de rapprochement d'entreprises et de délocalisations. De nouvelles attentes s'expriment en direction du management. Les clients se font plus exigeants, recourant au boycott contre les produits de firmes qui développent des pratiques industrielles, commerciales ou managériales jugées nocives ou non désirables (boycott des produits de la marque Danone en 1998 pour la défense de l'emploi dans les usines de « P'tits Lu »). La société civile, mieux informée, est plus sensibilisée aux dégradations de l'environnement sociétal ou du milieu naturel commises par l'activité économique. Elle attend des firmes une prise en charge effective des dégâts causés (pression sur Total après l'explosion de l'usine AZF à Toulouse au mois de septembre 1999 et après le naufrage de l'Erika sur les côtes Sud de la Bretagne en décembre de la même année par exemple).

---

<sup>11</sup> Cf. Frederick E. Emery et Eric L. Trist, « The Causal Texture of Organizational Environment », *Human Relations*, February, 1965, vol. 18, n° 1, p. 33-55

<sup>12</sup> Association Des Actionnaires Minoritaires et Association des Petits Porteurs Actifs

Ainsi, le gouvernement d'entreprise, qui peut se définir comme la gestion opérée par le dirigeant et les actionnaires majoritaires des relations nouées avec les multiples acteurs qui réalisent ou rendent possible l'activité productive, est marqué par deux tendances. Au sein et autour de l'entreprise, la crise de confiance dans la définition et les conditions de réalisation du projet stratégique est d'autant plus profonde qu'elle est partagée par un grand nombre d'agents, que leur implication soit nécessaire à la réalisation la plus immédiate du projet stratégique (clients et salariés notamment), ou qu'elle soit plus indirecte, fixant le cadre général de l'activité productive (société civile et milieu naturel). La seconde originalité de ce rejet est que la dichotomie traditionnelle qui oppose travail et capital, c'est-à-dire salariés et actionnaires, ne se retrouve pas complètement. En effet, les petits porteurs sont eux aussi les vecteurs de certaines critiques en direction du noyau stratégique, c'est-à-dire du dirigeant et des actionnaires majoritaires qui l'ont nommé. A travers cette remise en cause, c'est l'acceptation du pouvoir du noyau sur l'entreprise qui est atteinte, c'est-à-dire sa légitimité auprès des partenaires. « Pour qui ? », « Pourquoi ? » et « Comment ? » sont des questions dont les réponses formulées par la firme sont jugées insuffisantes ou insatisfaisantes. Aussi, les dirigeants cherchent à redéployer leur gouvernance, par volontarisme ou par mimétisme, lancent-ils différentes initiatives pour restaurer ou bâtir une perception plus favorable du projet stratégique. L'objectif est de mobiliser les parties prenantes en réexposant l'objectif économique – et non simplement financier – de création de valeur à *long terme* pour l'actionnaire sous les contraintes d'une rémunération équitable des agents économiques associés à la réalisation du processus productif et d'un respect des conventions sociales. Cette reconquête s'inscrit notamment dans le cadre de la responsabilité sociale et environnementale (RSE) qui fournit un cadre souple et partagé de reformulation des pratiques de la firme. Notre travail se propose de présenter l'impact de cette reconstruction du gouvernement d'entreprise assumé par le dirigeant et les actionnaires majoritaires dans leurs relations avec les agents impliqués dans la réalisation du processus productif.

De nouvelles formes de contestation apparaissent ou se font ainsi plus visibles pour mettre en cause la légitimité du système et, partant, de son

représentant emblématique qu'est devenu le dirigeant d'entreprise. Elles s'appuient notamment sur le concept de « développement durable » (*sustainable development*) qui est un développement « *qui répond aux besoins des générations présentes sans compromettre les capacités des générations futures à répondre à leurs propres besoins*<sup>13</sup> ». Ainsi plus qu'un mode opératoire, le DD est la base conceptuelle, la « référence idéologique<sup>14</sup> » d'une nouvelle norme de gestion. La responsabilité des entreprises n'est plus financière ou économique, jusqu'à concurrence des apports en capitaux des actionnaires. La firme doit également rendre compte de la captation de ressources sociétales et naturelles. La responsabilité s'élargit pour devenir sociale et environnementale, c'est la RSE. Le dirigeant et les actionnaires majoritaires qui contrôlent la firme sont l'objet de nouvelles attentes développées par de nouveaux acteurs ou relayées par des partenaires déjà reconnus tels que les actionnaires non contrôlaires et parmi eux les fonds SR. L'objectif est d'infléchir la gouvernance des entreprises vers une meilleure prise en compte des conséquences de l'activité économique sur les partenaires financiers (actionnaires, créanciers obligataires), socio-économiques (salariés, fournisseurs et clients) et environnementaux (société civile et milieu naturel). L'entreprise est amenée à construire une performance multidimensionnelle en direction de chacune de ces trois grandes catégories d'acteurs (« *triple bottom line* ») conciliant obligations sociétales, respect de l'environnement et impératifs économiques et financiers (« *People, Planet and Prosperity* »).

Dans un tel contexte organisationnel, le thème général du gouvernement d'entreprise n'est pas sans intérêt. Il touche les chercheurs parce qu'il se situe à l'intersection de la finance, dont il est à l'origine un produit, de la stratégie, du comportement organisationnel et de la théorie de la firme et déborde dans d'autres matières en sciences de gestion : gestion des ressources humaines, sciences de la communication etc. Il est également l'objet d'une attention certaine de la part des praticiens. Parmi eux figurent les dirigeants

---

<sup>13</sup> Cf. rapport Brundtland, *Notre Avenir à Tous*, Rapport de la commission Mondiale sur l'Environnement et le Développement, les Editions du Fleuve, 1989, p. 51 (traduction de Our Common Future, 1987)

<sup>14</sup> Cf. Michel Capron et Françoise Quairel-Lanoizelée, *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, éditions La Découverte, Paris, 2004, p. 10

d'entreprise et les actionnaires majoritaires. En effet, ceux-ci sont à la recherche d'instruments et d'outils de gestion leur permettant de formuler un diagnostic de leur situation et de détecter les insuffisances pour mener des actions correctrices afin de restaurer ou d'affermir la confiance dans les relations qu'ils entretiennent au nom de la firme avec les partenaires. Parmi ces derniers, on compte les actionnaires qui sont exposés à de nouveaux discours, portant notamment sur les mécanismes de décision de l'entreprise qui cherchent à les convaincre que certains des dysfonctionnements constatés dans un passé proche sont définitivement révolus. Cependant, parmi les propriétaires, une nouvelle catégorie se distingue particulièrement. En effet, sur les marchés financiers, apparaissent de nouveaux fonds mutuels qui se disent SR parce qu'ils sélectionnent leurs investissements en prenant en compte non seulement les perspectives de rentabilité mais également les conséquences sociales, sociétales et écologiques de l'activité des entreprises. Ils développent ainsi, dans la sphère financière, de nouvelles attentes plus complexes qui comprennent une rémunération des capitaux et un engagement dans le développement de relations de qualité avec les autres partenaires qui réalisent le processus productif.

L'intérêt de notre recherche est d'identifier les évolutions de gouvernance des organisations marchandes en réponse à un déficit ressenti de légitimité, à un affaiblissement de l'acceptation par les contributeurs financiers, socio-économiques et environnementaux du pouvoir du dirigeant et des grands actionnaires sur le projet stratégique. La question est alors : comment définir l'intégration de nouvelles pratiques et de nouvelles communications, notamment SR, dans le gouvernement d'entreprise ? Deux séries de questions guident notre réflexion :

- Quelles limites donner au gouvernement d'entreprise alors qu'un partenaire peut être à la fois actionnaire, salarié, client et citoyen ? Comment la légitimité peut-elle servir de nouvelle grille d'analyse des relations complexes de pouvoir au sein de l'entreprise, entre le noyau et les partenaires ? Nous proposons de formuler une définition descriptive de ces nouvelles procédures gouvernementales, qu'elles soient effectives ou discursives se réclamant de la RSE ;

- Quel en est le résultat mesurable, tant en termes quantitatifs qu'en termes qualitatifs de cette gouvernance SR ? Nous proposons de donner une définition fonctionnelle de ces pratiques correctives visant à instituer une gestion de la légitimité du noyau stratégique.

Pour prendre en compte ces tendances et renouveaux qui élargissent le cadre d'analyse de la gouvernance, notre démonstration s'appuie sur une démarche hypothético-déductive. Ainsi, nous cherchons à faire évoluer le paradigme existant en procédant à un approfondissement de la théorie des parties prenantes pour dépasser certaines critiques avancées par la théorie de l'agence concernant notamment les moyens de créer un consensus autour du projet stratégique initié et mis en œuvre par le noyau stratégique. Dans une première partie, nous construisons un modèle de compréhension de gouvernement d'entreprise qui intègre plusieurs catégories de partenaires financiers, socio-économiques et environnementaux, apporteurs des différentes ressources nécessaires à la réalisation du processus productif. Le noyau stratégique assure l'adhésion nécessaire à l'exercice de son pouvoir sur le projet économique par tous les acteurs en gérant des formes de légitimité. Le modèle cherche ainsi d'une part à rendre compte de la complexité croissante de la gestion d'organisations qui comptent un nombre croissant d'acteurs impliqués directement ou concernés plus indirectement par le projet stratégique. Le premier chapitre à visée théorique inscrit les principales théories dans notre problématique. Deux principales théories expliquent la gouvernance à travers la structuration du pouvoir au sein de l'entreprise. Elles permettent d'identifier et de présenter les principaux acteurs du processus productif, regroupés en catégories de partenaires que nous appelons également « strates ». Les premiers sont ceux dont la relation avec la firme peut facilement se rattacher à une optique transactionnelle. De la théorie de l'agence, formulée par Jensen et Meckling<sup>15</sup>, naît ainsi le gouvernement d'entreprise actionnarial, centrant l'analyse de la firme sur la relation fondamentale, à l'origine de la création du projet stratégique, qui unit le

---

<sup>15</sup> Cf. Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theories of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, n° 4, p. 305-360

dirigeant aux propriétaires du capital. La théorie des parties prenantes interroge cette conception réduite du gouvernement d'entreprise et propose une vision plus ample<sup>16</sup>. L'intégration dans les jeux de pouvoir de nouveaux partenaires tels que les clients, les fournisseurs, les salariés, liés par des contrats subordonnés, fonde alors une gouvernance partenariale, inscrite dans une optique plus stratégique que financière. Egalement, en revenant aux sources de la théorie des parties prenantes, nous serons amenés à considérer l'adjonction d'autres parties prenantes curieusement peu souvent citées dans les recherches récentes, notamment en France, alors qu'elles sont évoquées dans les écrits fondateurs<sup>17</sup>. Il est vrai que l'approche n'est plus purement transactionnelle mais comprend une dimension conventionnelle. L'incorporation des attentes et influences de la communauté et de la nature amène ainsi à considérer un gouvernement d'entreprise citoyen, dans la mesure où la firme est appelée à accorder une attention à la société civile et au milieu naturel qui l'entoure. La création d'un consensus sur le ou les objectifs de la firme et les moyens de les réaliser devient un processus complexe.

Dans le deuxième chapitre, ayant fixé les principaux apports de la littérature en sciences de gestion et synthétisé les éléments essentiels, notamment la diversité des acteurs qui gravitent autour du projet stratégique, nécessaires à notre démonstration, nous procédons à une relecture originale du gouvernement d'entreprise à travers le concept de légitimité pour expliquer la formation d'un consensus multipartite autour de l'objectif ultime de l'entreprise. Une telle approche réconcilie les objectifs de création de valeur pour l'actionnaire, de répartition entre les partenaires et de compréhension par les acteurs. La construction d'un modèle d'acceptation du pouvoir au sein de l'entreprise doit beaucoup aux travaux du sociologue américain Mark C. Suchman qui identifie trois formes ou modalités de légitimité dans les sociétés modernes :

---

<sup>16</sup> Cf. Edward R. Freeman, *Strategic Management : A Stakeholder Approach*, éditions Pitman, Boston, 1984

<sup>17</sup> Cf. Edward R. Freeman et David L. Reed, « Stockholders and Stakeholders : A New Perspective on Corporate Governance », *California Management Review*, Spring, 1983, vol. 25, n° 3, p. 88-106

- La modalité pragmatique s'appuie sur la satisfaction *la plus immédiate* des intérêts des partenaires ;
- La modalité cognitive s'appuie sur une représentation du projet économique permettant sa compréhension par les acteurs de la coalition que constitue l'entreprise ;
- La modalité morale s'appuie sur le sens que l'activité de l'organisation véhicule auprès des agents impliqués ou concernés par l'activité de la firme.

Notre analyse des pratiques du pouvoir dans l'entreprise est fondée sur un croisement des strates et des formes de légitimité permettant de construire trois typologies de gouvernement d'entreprise, la première centrée sur l'actionnaire, la deuxième sur les partenaires socio-économiques et la troisième sur les partenaires environnementaux. Le défi pour le noyau est alors non pas d'édifier sa domination strate par strate, isolément, mais entre les strates, conjointement, et créer ainsi une gouvernance intégrée largement inspirée aujourd'hui de la RSE qui peut donc se lire comme une stratégie de légitimation menée par le dirigeant et les actionnaires majoritaires en réponse à la crise de confiance qui touche les partenaires dans leur participation au fonctionnement de la firme et la poursuite de son objectif économique.

Dans la seconde partie de ce travail, nous procédons à la validation empirique du modèle développée dans la première partie à travers le comportement de ces partenaires particuliers que sont les fonds SR. Ils apportent une contribution capitalistique au processus productif. En effet, ils sélectionnent leurs investissements à la fois sur des critères financiers et sur des critères extrafinanciers pour obtenir une performance financière compte-tenu du risque encouru et des méthodes de gestion socialement acceptables déployées par la firme. Cependant, l'épargne collective induit une pluralité des rôles des souscripteurs qui sont également les partenaires clients, salariés, citoyens de la firme. Le pouvoir explicatif du modèle s'évalue alors avec la lecture d'une nouvelle réalité – l'investissement SR (ISR) – présente sur les marchés financiers qui pèse sur le processus de prise de décision des dirigeants et actionnaires contrôlares à la tête des firmes cotées. Ainsi, dans des sociétés modernes qui accordent une importance de plus en plus grande à la



communication, on peut être certain que peu d'individus n'ont pas été touchés, d'une manière ou d'une autre, par la relation par les entreprises du développement de leurs pratiques SR. Pour autant, notre recherche ne se focalise que sur une cible particulière, la catégorie d'actionnaires que sont les fonds SR. Ceux-ci sont particulièrement sensibles aux efforts de légitimation du noyau stratégique car ils n'investissent que dans les sociétés dont l'activité et/ou le fonctionnement est conforme à certains critères éthiques portant sur le respect de l'Homme et de la nature. Leur multiplication et la croissance de leurs encours sont le miroir du déploiement de la RSE dans le gouvernement d'entreprise. Notre objectif est ainsi de mesurer l'impact de la RSE à travers la confrontation, dans la sphère financière, d'une offre, par les entreprises cotées, et d'une demande, par les fonds SR, de discours et de pratiques éthiques.

Le troisième chapitre présente les caractéristiques et les techniques de construction des fonds SR. Une analyse longitudinale présente leur développement auprès des épargnants français sur le marché de la gestion indirecte. Sur cette base, nous cherchons à élaborer notre compréhension de ces acteurs nouveaux en adoptant une méthodologie originale en finance, l'analyse de données textuelles, afin d'examiner les pratiques discursives adoptées dans la présentation aux souscripteurs actuels ou potentiels de leur objectif de gestion. L'objet est de déterminer la représentation des gérants de la gouvernance d'entreprise. En effet, en tant que partenaires, ils développent des attentes en direction du noyau stratégique, en termes de performance financière, de responsabilité élargie aux partenaires socio-économiques et/ou environnementaux. La recherche repose sur le logiciel lexicométrique Alceste<sup>18</sup>, fruit des travaux conjoints de statisticiens et de linguistes. Le corpus est constitué d'extraits de notices d'information agréées par l'Autorité des Marchés Financiers présentant :

- L'horizon temporel de gestion recommandé pour obtenir une performance positive ajustée au risque ;
- Une définition des critères financiers et extrafinanciers utilisés dans le processus de sélection ;

---

<sup>18</sup> Analyse des Lexèmes Cooccurents dans les Enoncés Simples d'un TEXte

- Pour les fonds solidaires, le mode d'affectation des revenus distribuables.

Sont ainsi inclus les discours d'une large partie des fonds SR de droit français, de toute orientation de gestion, émis par plusieurs dizaines de sociétés de gestion différentes.

Le quatrième et dernier chapitre abrite une étude plus habituelle en finance. Nous procédons à une analyse statistique de la performance financière de fonds de droit français et d'indices SR. L'apport est constitué d'une part, par son application au contexte français qui, s'il n'est pas dans ce domaine totalement vierge, ne compte néanmoins pas de recherches de grande ampleur, et, d'autre part, par le systématisme des tests, menés sous le logiciel statistique SPSS12, réalisés sur les nombreux indicateurs financiers mobilisés que sont l'espérance et la variance des rentabilités logarithmique, la frontière efficiente, la droite caractéristique, les ratios de Sharpe et de Treynor, l' $\alpha$  de Jensen, le *tracking-error* et le ratio d'information. En préambule, une double revue de littérature porte, d'une part, sur l'existence et les déterminants de la sur ou la sous-performance des organisations SR, et, d'autre part, sur la performance des fonds et indices SR comparée à celle affichée par les fonds et indices traditionnels, uniquement gérés sur des critères financiers. On verra que ce débat n'est pas sans lien avec celui de l'efficience des marchés dans la mesure où la RSE peut constituer une information supplémentaire transmise à ces acteurs des marchés financiers que sont les gérants de fonds SR. Cet état de l'art permet d'identifier les hypothèses de recherche en discussion dans la communauté des chercheurs. Trois d'entre elles sont l'objet de notre attention. Pour plus de solidité, l'étude menée est double et porte sur deux espaces géographiques :

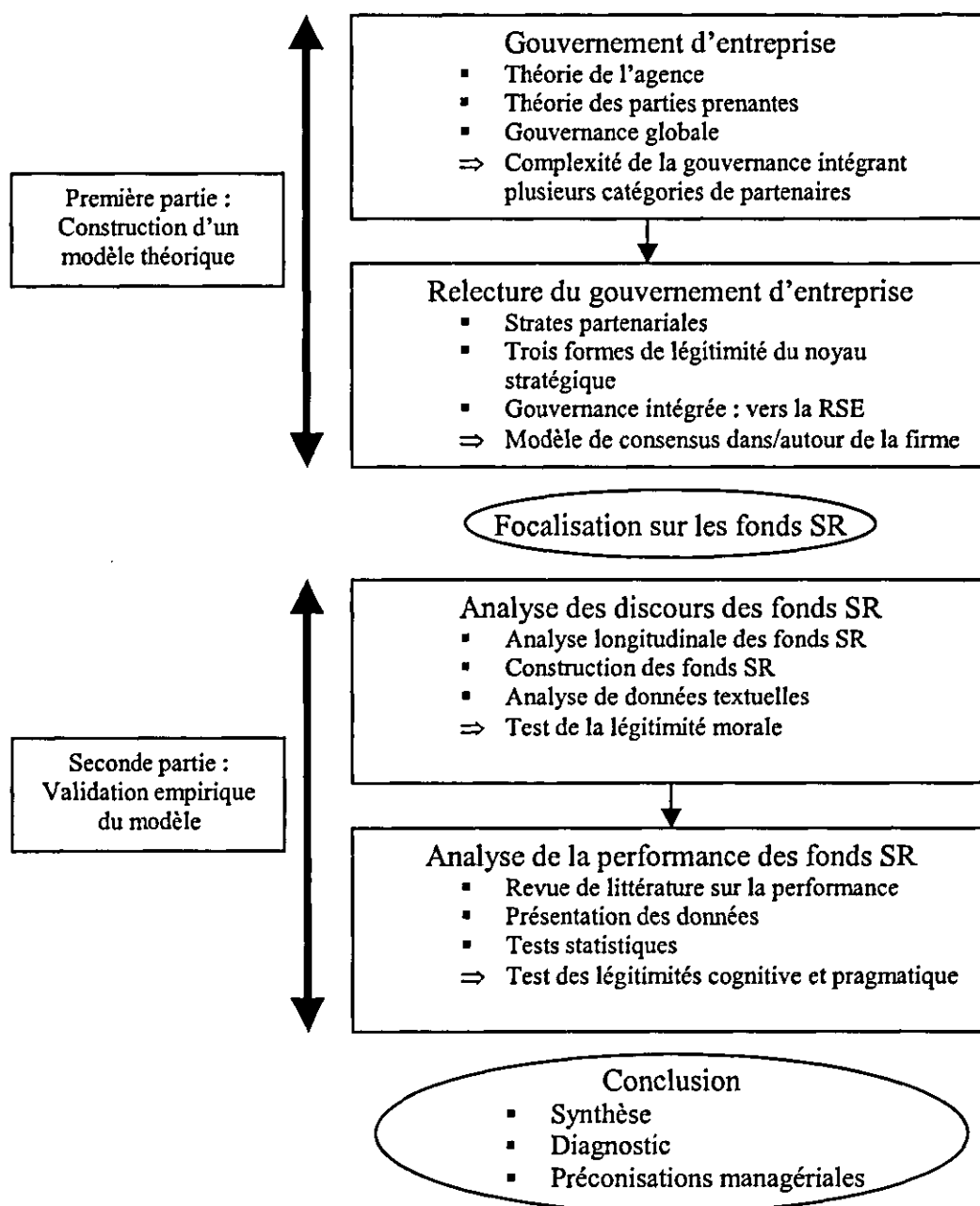
- Un portefeuille de fonds SR de droit français investis en actions de sociétés de la zone euro (qui comprend l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne), trois indices d'actions SR et un indice traditionnel d'actions ;
- Un portefeuille de fonds SR de droit français investis en actions de sociétés de l'Union Européenne (qui comprend les pays de la zone

euro, le Danemark, la Norvège, la Suède et le Royaume-Uni) et la Suisse, trois indices d'actions SR et un indice traditionnel d'actions. Nos données permettront également de comparer l'impact de l'utilisation de deux techniques différentes de sélection des valeurs mobilières sur des critères extrafinanciers.

A l'aune des résultats obtenus par l'analyse des pratiques discursives des OPCVM SR et des tests sur les performances des fonds et indices SR, la conclusion permettra de poser un diagnostic des innovations gouvernementales inspirées notamment par la RSE, de leur impact sur la catégorie spécifique d'acteurs que sont les fonds SR et de délivrer ainsi des préconisations managériales pour le noyau stratégique des entreprises cotées et les gérants de fonds.

Dans la figure qui suit, nous présentons une synthèse de la démarche adoptée.

Figure I-1 : Plan de la thèse



## Introduction

### Première partie : construction d'un modèle théorique

Le gouvernement d'entreprise est un thème récurrent dans les travaux académiques. Il est vrai qu'il est un lieu de débat entre les hypothèses, entre les visions qui portent autant sur la raison d'être des firmes, sur leur fonctionnement, sur le ou les objectifs qu'elles poursuivent ou devraient poursuivre.

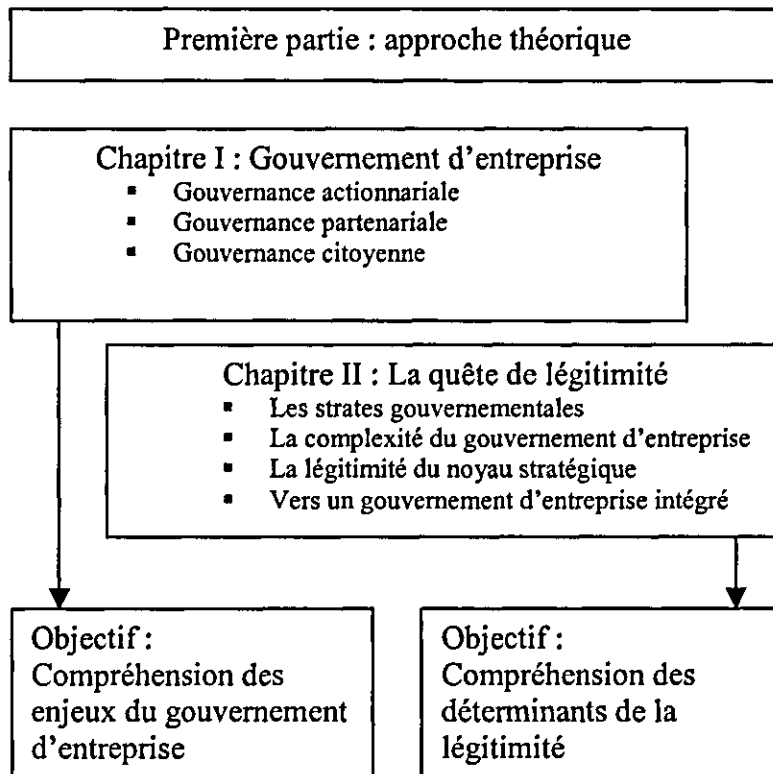
La popularité du vocable est en soi une preuve de son utilisation, de sa diffusion, auprès d'organisations non marchandes notamment, telles que les collectivités locales, mais aussi parfois de la dilution de sa teneur, de sa portée d'origine. Aussi, il paraît nécessaire de consacrer une part de cette recherche à la définition et à la compréhension d'un tel concept à partir des travaux théoriques passés et présents qui font référence pour situer nos propres travaux. La notion recouvre selon les uns et les autres différentes réalités, pas toujours compatibles, quelques fois opposées, parfois convergentes ou conciliables. La théorie des parties prenantes illustre ce fait. Pour certains, elle est directement et distinctement concurrente de la théorie de l'agence qui définit, dans sa version d'origine, un gouvernement d'entreprise presque entièrement réduit à une relation privilégiée entre le groupe des actionnaires et le dirigeant. Pour d'autres, elle en est plutôt une extension à d'autres groupes non-actionnaires, à d'autres acteurs qui apportent des ressources nécessaires à l'activité de la firme. Dans cette vision plus ample de la gouvernance, il est un fait que tous les participants n'ont pas été tous intégrés dans un champ conceptuel qui demeure encore aujourd'hui en chantier. L'approche contractualiste permet de trouver des solutions utiles à l'interprétation de nouvelles dimensions dont l'utilité semble intéressante au niveau managérial.

Cette conception s'intègre dans une approche qui permet de dégager et de caractériser trois grandes catégories d'acteurs contributeurs du processus productif, mobilisées par le management et les principaux actionnaires qui

l'ont nommé. Une ressource identifiée pour créer du liant à une telle diversité de parties prenantes se trouve alors dans la légitimité, c'est-à-dire l'acceptation d'un pouvoir, d'une domination sur l'entreprise, non sans contrepartie, non sans intérêt à satisfaire, non sans influence à reconnaître. L'objectif est ainsi d'établir les conditions d'une collaboration entre différents protagonistes de nature économique, sociale, financière, sociétale autour d'un projet porté et souvent représenté par le dirigeant dans une finalité ultime définie, dans le capitalisme libéral, par la création de valeur actionnariale. L'entreprise devient dès lors le lieu d'une conciliation fragile et mouvante d'un impératif patrimonial de rentabilité pour les propriétaires du capital avec des nécessités managériales d'intéressement des apporteurs de ressources productives.

Cette partie théorique se divise en deux chapitres. Le premier présente une revue de la littérature sur la gouvernance. Nous partons de sa première définition, dans une optique actionnariale, jusqu'à ses critiques qui la font évoluer vers une approche partenariale et même citoyenne où l'entreprise s'enracine dans un territoire, dans une société, dans un contexte culturel. Le second chapitre propose une relecture originale du gouvernement d'entreprise à travers le concept de légitimité du pouvoir du noyau stratégique constitué du dirigeant et des actionnaires majoritaires directement impliqués dans la construction de la stratégie de la firme. Ces travaux et ces avancées théoriques permettent alors de poser une nouvelle vision de certaines pratiques au sein des organisations, notamment celles s'inspirant de la RSE.

**Figure P1-1 : Plan de la première partie**



# Chapitre I

## Le gouvernement d'entreprise

Pour Jean Fourastié, 1973 signe la « fin des temps faciles » : *« Cependant, la longue période de temps (1945-1973) où les progrès techniques se répercutaient presque immédiatement en progrès économique et en progrès social, est terminée. Les temps faciles sont interrompus depuis 1973, et pour une durée assez longue (qui pourra d'ailleurs comprendre quelques années brillantes mais isolées) ; l'Occident ne connaîtra plus, d'ici à plusieurs lustres, un progrès économique comparable à celui qu'il vient de vivre pendant ce quart de siècle<sup>19</sup>. »* Près de trente années d'expansion, de croissance, de progrès et de développement le plus large prennent ainsi fin. La conscience de la crise est forte en ce milieu des années 1970. Face à ce pessimisme et presque pour le conjurer, les politiques économiques vont dans un premier temps se lancer sur deux chemins différents puis, dans un second, temps vont progressivement converger. L'Europe continentale est marquée par des relances keynésiennes qui marient politiques budgétaire et monétaire. La France, par exemple, s'y essaie en 1974 puis 1981 pour un résultat maigre : une croissance molle, incapable d'inverser la courbe du chômage et largement brouillée par une forte inflation qui dégrade les positions concurrentielles des entreprises nationales sur les marchés étrangers. Parallèlement, face à l'échec des prescriptions keynésiennes, d'autres pays, en tête desquels le Royaume-Uni et les Etats-Unis, empruntent et explorent d'autres voies. Ils prônent un retour aux mécanismes de marché au cœur de la régulation économique, plus conscients peut-être de la pleine étendue de la crise qui ne se limite pas à être conjoncturelle mais qui s'avère structurelle sous le coup de plusieurs contraintes productives, énergétiques, commerciales et financières.

Ainsi, peu à peu, tous les pays développés, dans un processus qui s'étale sur plusieurs années voire décennies et qui continue encore aujourd'hui,

---

<sup>19</sup> Cf. Jean Fourastié, *Les Trente Glorieuses*, éditions Hachette Littérature, collection Points Economie, 2<sup>e</sup> édition, Paris, 1999, p. 254



se rangent à un retour de la prépondérance des mécanismes de marché. Les réformes libérales, bien qu'engagées plus ou moins rapidement et à différents rythmes selon les résistances et les inerties structurelles rencontrées, convergent pour articuler la coordination des organisations autour du concept de gouvernement d'entreprise. Pour assurer que l'objectif ultime du projet stratégique est la création de valeur actionnariale, deux formes de contrôle de la firme se mettent en place :

- Un contrôle interne est assuré par l'activisme des propriétaires du capital et en premier le groupe des actionnaires majoritaires ;
- Un contrôle externe est assuré surtout par les actionnaires non contrôlaires *via* la gamme des marchés internationaux de capitaux.

Mais cette gouvernance initiale restreinte à une relation entre les actionnaires et le dirigeant connaît des évolutions qui l'amène à intégrer d'autres contributeurs du processus productif. Ainsi, dans une première partie, nous allons présenter la théorie de l'agence et la gouvernance actionnariale qu'elle fonde sur une relation privilégiée entre le dirigeant et les actionnaires. Dans une deuxième partie, nous allons développer une vision concurrente selon les uns, complémentaire selon les autres, construisant une gouvernance plus complexe, plus ample intégrant de multiples partenaires à un processus productif qui ne se limite pas à la relation spécifique qui unit le dirigeant aux propriétaires du capital. La théorie des parties prenantes appelle ainsi le dirigeant et les principaux actionnaires qui contrôlent l'entreprise à accorder de l'importance aux revendications développées par des partenaires non financiers dont la contribution est nécessaire à la réalisation de l'activité productive. Dans une troisième partie, nous présenterons une gouvernance globale qui tend à intégrer les visions actionnarial, partenarial et citoyenne pour fonder un gouvernement d'entreprise complexe centré sur la création de valeur pour les actionnaires et attentif aux attentes exprimées par l'ensemble des partenaires associés au projet.

# 1. L'apport de la théorie de l'agence

Après avoir défini le concept de relation d'agence, nous présenterons le gouvernement d'entreprise actionnarial qui pose une relation privilégiée entre le dirigeant et les actionnaires.

## 1. 1. Vers la théorie de l'agence

La théorie de l'agence centre l'analyse de la firme sur la relation qui lie le dirigeant et l'actionnaire. Ainsi, au sein de la firme managériale, elle cherche à présenter et à expliquer les mécanismes de contrôle du comportement du dirigeant instaurés par les actionnaires.

### 1. 1. 1. La firme managériale

L'entreprise moderne, sous forme de société anonyme, constitue une organisation particulière de l'activité productive. Elle est le résultat d'un long processus de maturation organisationnelle.

Le libéralisme a souvent réussi à se développer sur des structures, des logiques, des mécanismes qui lui préexistaient, les amendant, les détournant de leur objectif premier puis les abandonnant dès lors qu'ils ne lui étaient plus utiles : « *le capitalisme moderne [...] déploie au service de sa propre finalité un système complexe de moyens qui, dans une phase antérieure de son développement ou dans d'autres sociétés, pouvaient constituer des fins en soi, désirables pour elles-mêmes*<sup>20</sup>. » Ainsi, l'entreprise s'est d'abord développée sur la base d'une institution sociale qui lui est encore aujourd'hui irréductible : la structure familiale. En effet, les premières concentrations économiques et financières se sont créées à partir d'alliances et de liens matrimoniaux. Les actionnaires et les dirigeants appartiennent au même groupe familial, centré autour de l'entrepreneur fondateur : Wendel dans l'industrie en France, Krupp

---

<sup>20</sup> Cf. Anne Salmon, *Ethique et ordre économique, une entreprise de séduction*, éditions CNRS, collection Sociologie, Paris, 2002, p. 9

dans la sidérurgie en Allemagne, Rothschild un peu partout en Europe et particulièrement en Angleterre dans le secteur de la finance. L'homogénéité des intérêts poursuivis est organique. La coordination interne des entreprises se réalise alors dans le cadre d'une solidarité interpersonnelle : les rôles de dirigeant et d'actionnaires se confondent. La croissance est patrimoniale : la croissance de la taille de l'entreprise est synonyme d'accroissement du patrimoine de l'entrepreneur<sup>21</sup>.

Mais ce capitalisme familial, fondé sur les capacités de l'entrepreneur, connaît des limites. En effet, au fur et à mesure que s'accroissent la concentration industrielle et l'accumulation extensive des moyens de production dans le but d'arracher de nouvelles parts de marché, le développement des entreprises nécessite de plus en plus de capitaux. Face à cette contrainte, une solution organisationnelle émerge : l'unité du noyau actionnaires-dirigeants est sacrifiée. La propriété du capital et le contrôle effectif de l'entreprise deviennent deux fonctions dissociées, chacune connaissant des évolutions propres. Ainsi, le capital des sociétés est graduellement ouvert à de nouveaux investisseurs qui n'entretiennent pas forcément entre eux des relations autres que de nature économique ou financière. La croissance devient financière : à l'augmentation des capacités productives se substitue l'augmentation du capital de la firme<sup>22</sup>. L'origine des actionnaires s'élargissant, les entreprises deviennent « anonymes ». Redoutée par Schumpeter qui y voit le début de la fin du système capitaliste<sup>23</sup> et par Berle et Means qui appréhendent une baisse de l'efficacité économique<sup>24</sup>, l'entreprise managériale supplante les sociétés entrepreneuriales. La direction de la firme évolue vers une fonction spécialisée, autonome de celle d'apporteurs de capitaux, tant les compétences requises pour la gestion de conglomerats se font toujours plus exigeantes. L'actionnaire n'est plus forcément dirigeant, le dirigeant n'est plus obligatoirement un parent. Les

---

<sup>21</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *Les groupes industriels*, éditions Economica, Paris, 1986, p. 15

<sup>22</sup> *Idem*, p. 17

<sup>23</sup> Cf. Joseph Aloïs Schumpeter, *Capitalisme, socialisme et démocratie*, éditions Payot, Paris, 2004

<sup>24</sup> Cf. Adolf Berle et Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, éditions McMilan, New York, 1932

conséquences sont multiples. D'une part, la gestion d'entreprise devient progressivement un enjeu négociable non plus exogène mais endogène au jeu économique. Un marché de l'emploi spécifique – le marché du dirigeant salarié<sup>25</sup> – apparaît. L'actionnaire prépondérant au sein du capital de la firme peut y sélectionner un dirigeant doté des compétences nécessaires à la gestion d'organisations de plus en plus importantes et de plus en plus complexes par leur taille et le nombre d'acteurs qu'elles mobilisent pour réaliser leur activité économique. D'autre part, la nouvelle forme de coordination à la tête de l'entreprise doit être organisée afin de garantir que les décisions du dirigeant s'inscrivent prioritairement dans la poursuite de l'objectif des actionnaires : la rémunération des capitaux engagés. En effet, l'homogénéité des intérêts n'est plus assurée entre des propriétaires sans cesse plus nombreux et divers et des dirigeants dont le pouvoir s'alimente de la tendance financière<sup>26</sup> – et non légale – au morcellement du capital.

### 1. 1. 2. La relation d'agence

Dès lors que la fonction de direction est autonome – définissant la firme managériale –, les actionnaires doivent construire une nouvelle forme de contrôle des décisions et du comportement du dirigeant. La relation entre l'actionnaire et le dirigeant se contractualise.

La « relation d'agence » est définie par Jensen et Meckling comme « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour accomplir en son nom une tâche qui implique une délégation de décision et donnant une autorité à l'agent*<sup>27</sup> ». L'actionnaire endosse le rôle de principal et le dirigeant celui d'agent. Concrètement, l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires dominant, détenant une majorité

---

<sup>25</sup> Cf. Eugene F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, April, 1980, vol. 88, n° 2, p. 288-307

<sup>26</sup> Cf. Eirik G. Furubotn et Svetozar Pejovich, « Property Rights and Economic Theory : A Survey of Recent Literature », *Journal of Economic Literature*, December, 1972, vol. 10, n° 4, p. 1149

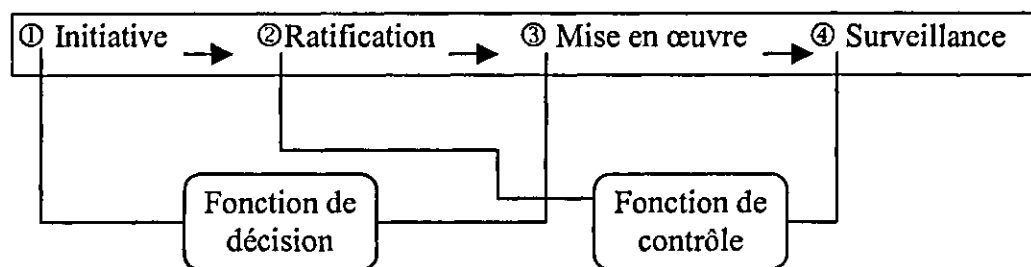
<sup>27</sup> Cf. Michael C. Jensen et William M. Meckling, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, October, 1976, vol. 3, n° 4, p. 309

absolue ou relative des droits de vote, sélectionne un dirigeant en mesure d'assurer la gestion du projet stratégique. Mais la relation d'agence n'est pas un contrat comme les autres. Elle établit une relation spécifique dont l'originalité tient à la délégation de pouvoir qui englobe tout à la fois une représentation et une gestion des intérêts des actionnaires, synonymes d'autonomie et de pouvoir décisionnaire pour un agent qui prend des décisions dont il ne supporte pas la majeure partie des conséquences<sup>28</sup>. A la tête de la firme, la relation d'agence prend la forme d'une répartition des tâches. Pour Fama et Jensen, l'observation conjointe du processus de décision et de l'exercice du droit de propriété amène à faire deux constats :

- L'exercice conjoint des fonctions de décision et des fonctions de contrôle des agents conduit à une détention concentrée de la propriété ;
- La séparation de l'exercice de la gestion et de la détention de la propriété aboutit à une dissociation entre les fonctions de contrôle et de décision.

Il est ainsi possible de distinguer quatre étapes dans le processus de décision et de réaliser des regroupements par affinité pour distinguer deux types de fonction<sup>29</sup> comme le montre le graphique suivant<sup>30</sup> :

**Figure 1-1 : Processus de décision de la firme managériale**



<sup>28</sup> Cf. Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, June, 1983, vol. 26, n°2, p. 301-325

<sup>29</sup> Cf. Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, *op. cit.*, p. 4

<sup>30</sup> Cf. Gérard Charreaux et al., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, éditions Economica, Paris, 1987, p. 32

Le dirigeant a en charge la fonction de décision. Les actionnaires assurent la fonction de contrôle. La première étape consiste en l'élaboration de propositions de projets d'investissements. La deuxième étape porte sur la sélection des projets d'investissements. La troisième étape est l'exécution des décisions ratifiées. Enfin, la quatrième étape est une mesure de la performance des décisions prises.

La théorie des droits de propriété explique cette spécialisation à travers un démembrement des droits attachés à la détention des titres de capital<sup>31</sup>. Les actionnaires disposent ainsi de l'*abusus* ou droit de disposer des titres de capital, de les transformer, de les détruire et de le revendre, dans le cas des firmes cotées, sur les marchés financiers. Ils disposent également du *fructus* ou droit à la rémunération des capitaux par le versement d'un dividende et/ou la réalisation d'une plus-value lors de la revente des titres. Le droit de fructus est le fondement de la primauté actionnariale dans la théorie financière orthodoxe. Au dirigeant est délégué le seul droit d'*usus* ou droit d'usage du bien lui permettant de gérer l'entreprise. Toutefois, ce nouvel équilibre à la tête de la firme managériale n'est pas sans risque. En effet, bien que le couple actionnaires-dirigeant apparaisse relativement tôt dans l'histoire économique, il met du temps à s'imposer comme un système de coordination supérieur aux entreprises individuelles, c'est-à-dire plus efficient. Les performances des sociétés par actions sont ainsi obérées par plusieurs difficultés et dysfonctionnements :

- Le principal achète sur le marché de l'emploi un dirigeant dont il ne peut mesurer l'exacte compétence *ex ante* : c'est l'*adverse selection* ;
- Certains dirigeants adoptent un comportement passif (*moral hazard*). Adam Smith, en son temps, pointe déjà un manque d'empressement des agents : « [...] *Les directeurs de ces compagnies étant plutôt les gestionnaires de l'argent des autres que du leur, on ne saurait s'attendre à ce qu'ils veillent sur l'argent d'autrui avec la même vigilance inquiète que celle qu'ont souvent*

---

<sup>31</sup> Cf. Eirik G. Furubotn et Svetozar Pejovich, *op. cit.*, p. 1137-1162

*vis-à-vis du leur les associés d'une association privée. [...] C'est pour cette raison que les compagnies par fonds [...] ont rarement été capables de soutenir la concurrence des aventuriers privés<sup>32</sup> » ;*

- Le principal doit également se garder de comportements plus actifs de la part de l'agent désireux de se ménager une « rente managériale » (*managerial slack*<sup>33</sup>) sous forme de réserve de liquidité en prévision de négociations futures ;
- Le mandataire opportuniste peut également chercher à créer une rente de situation sous forme de sur-rémunérations ou d'avantages en nature. En effet, chaque acteur économique étant supposé n'avoir pour objectif ultime que la maximisation de sa satisfaction, il est prévisible que le dirigeant tente de contourner les normes qui lui sont fixées par le contrat qui le lie avec l'actionnaire. Il est vrai que la gestion quotidienne assure au dirigeant un avantage : sa connaissance approfondie du fonctionnement et de la situation de l'entreprise est nettement supérieure aux capacités de contrôle – le plus souvent ponctuel et *ex post* – des propriétaires<sup>34</sup>. La relation d'agence est ainsi marquée par une asymétrie informationnelle au profit de l'agent.

Aussi, pour se prémunir contre les comportements indésirables de l'agent et de s'assurer de sa loyauté aux objectifs définis, les co-contractants consentent des « coûts d'agence<sup>35</sup> » :

- Les « coûts de surveillance » engagés par le principal ont pour objectif d'assurer une supervision des actions du dirigeant pour détecter et dissuader d'éventuels comportements contraires à leurs intérêts. Les exemples sont nombreux : création d'un conseil d'administration (CA), dissociation des fonctions de président et de directeur général, création d'un directoire et d'un conseil de surveillance (CS), commandes d'audits à des experts indépendants,

---

<sup>32</sup> Cf. Adam Smith, *op. cit.*, p. 842

<sup>33</sup> Cf. James Hawley et Andrew Williams, *op. cit.*, p. 70

<sup>34</sup> Cf. Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, June, 1997, vol. 52, n° 2, p. 737-783

<sup>35</sup> Cf. Michael C. Jensen et William M. Meckling, *op. cit.*, p. 309

c'est-à-dire étrangers à l'influence de l'agent, création de comités spécialisés au sein du CA etc. Les actionnaires engagent ainsi des investissements qui permettent d'acheter la « matière première<sup>36</sup> » qu'est l'information sur le comportement du dirigeant ;

- Les « coûts d'obligation », consentis par l'agent, ont pour fonction de constituer un signal positif de ralliement aux intérêts exprimés par les actionnaires. Quelques exemples sont les achats d'actions ordinaires de l'entreprise par le dirigeant pour aligner ses intérêts patrimoniaux sur ceux des actionnaires, la production d'une communication institutionnelle axée sur la performance financière au profit des actionnaires etc. ;
- Enfin, les « pertes résiduelles », à la charge conjointe du principal et de l'agent, sont liées à la divergence d'intérêt pouvant persister entre les co-contractants de la relation d'agence, malgré les efforts consentis de part et d'autre.

Ces « *inévitables coûts d'agence*<sup>37</sup> » fixent des garde-fous qui permettent le contrôle du dirigeant. Mais si ceux-ci réduisent l'opportunisme de l'agent, ils ne l'éliminent pas totalement. Toutefois, si ces coûts limitent effectivement les problèmes d'agence et rapprochent l'organisation de l'efficacité, c'est-à-dire de la transparence permettant la bonne évaluation de l'entreprise par les marchés financiers<sup>38</sup>, ils alimentent eux-mêmes l'écart entre la performance de l'entreprise et son objectif d'efficacité économique. Ainsi, il est admis par la théorie de l'agence que l'organisation contractuelle de l'autonomie du dirigeant ne définit pas un optimum parétien<sup>39</sup>.

La relation d'agence est le fondement d'un gouvernement d'entreprise actionnarial. L'objectif assigné à l'agent est la création de valeur actionnariale c'est-à-dire « *accroître à long terme la valeur de marché totale de*

---

<sup>36</sup> Cf. Kathleen M. Eisenhardt, « Agency Theory : An Assessment and Review », *Academy of Management Review*, January, 1989, vol. 14, n° 1, p. 64

<sup>37</sup> Cf. Michael C. Jensen et William M. Meckling, *op. cit.*, p. 335

<sup>38</sup> Cf. Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, *op. cit.*, p. 17

<sup>39</sup> Cf. Stephen A. Ross, « The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem », *American Economic Review*, May, 1973, vol. 63, n° 2, p. 138



*l'entreprise*<sup>40</sup> », cette valeur incluant toutes les prétentions financières sur l'entreprise y compris les actions ordinaires, de priorité, les titres de créance et les options<sup>41</sup>. Cette augmentation de valeur est mesurée par l'écart entre valeur de marché en fin de période et valeur de marché en début de période. Au niveau de l'investisseur, il y a création de valeur si la différence entre rémunération des capitaux et le coût des capitaux compte-tenu du risque du projet stratégique est positive. En termes de flux, il peut conduire à un surplus. Ce *free cash flow* (FCF) est « un flux de trésorerie en excès de ce qui est requis pour financer tous les projets qui présentent une valeur nette positive actualisée au coût du capital<sup>42</sup>. » En tant que créancier résiduel, supportant le risque du projet stratégique, la théorie prescrit que l'actionnaire devrait se voir restituer la totalité du FCF qui est l'unique mesure de la valeur créée par l'entreprise selon Jensen. Le consensus entre le management et les actionnaires est fixé par la répartition de cette ressource financière. La restitution intégrale du FCF aux mandants évite les « inefficiences organisationnelles<sup>43</sup> » destructrices de valeur. Ce sont les investissements dans des projets économiques dont la rentabilité est inférieure au coût du risque, l'accumulation d'une marge de manœuvre par le dirigeant en prévision de futures négociations, les dépenses de prestige telles que le sponsoring sportif, le mécénat artistique et culturel etc.

## 1. 2. Les acteurs de la gouvernance actionnariale

Les développements récents de la recherche académique en même temps que l'actualité ont montré que la relation d'agence est une relation complexe. Dans l'entreprise cotée qui constitue notre cadre d'analyse et notre terrain d'expérimentation, le gouvernement d'entreprise actionnarial est un jeu entre de nombreux acteurs, plusieurs types d'actionnariats alimentant le capital des entreprises. Parmi ceux-ci on compte deux grandes catégories :

---

<sup>40</sup> Cf. Michael C. Jensen, « Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, 2002, vol. 12, n° 2, p. 236

<sup>41</sup> *Idem*

<sup>42</sup> Cf. Michael C. Jensen, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, May, 1986, vol. 76, n° 2, p. 323-329

<sup>43</sup> *Idem*, p. 323

- Les actionnaires « contrôlares » forment avec le dirigeant le noyau stratégique en charge de la définition et de la mise en oeuvre du projet stratégique. Ils exercent un contrôle interne propice à opérer une prévention habituelle des problèmes de gouvernance sous forme d'activisme actionnarial, notamment lors des CA et des assemblées générales ;
- Les actionnaires non contrôlares, en tant qu'investisseurs, financent l'activité de l'entreprise et exercent un contrôle externe<sup>44</sup>, plus enclin à prononcer des sanctions plus exceptionnelles et plus violentes<sup>45</sup>, trouvant sur les marchés financiers le moyen d'exprimer leurs revendications.

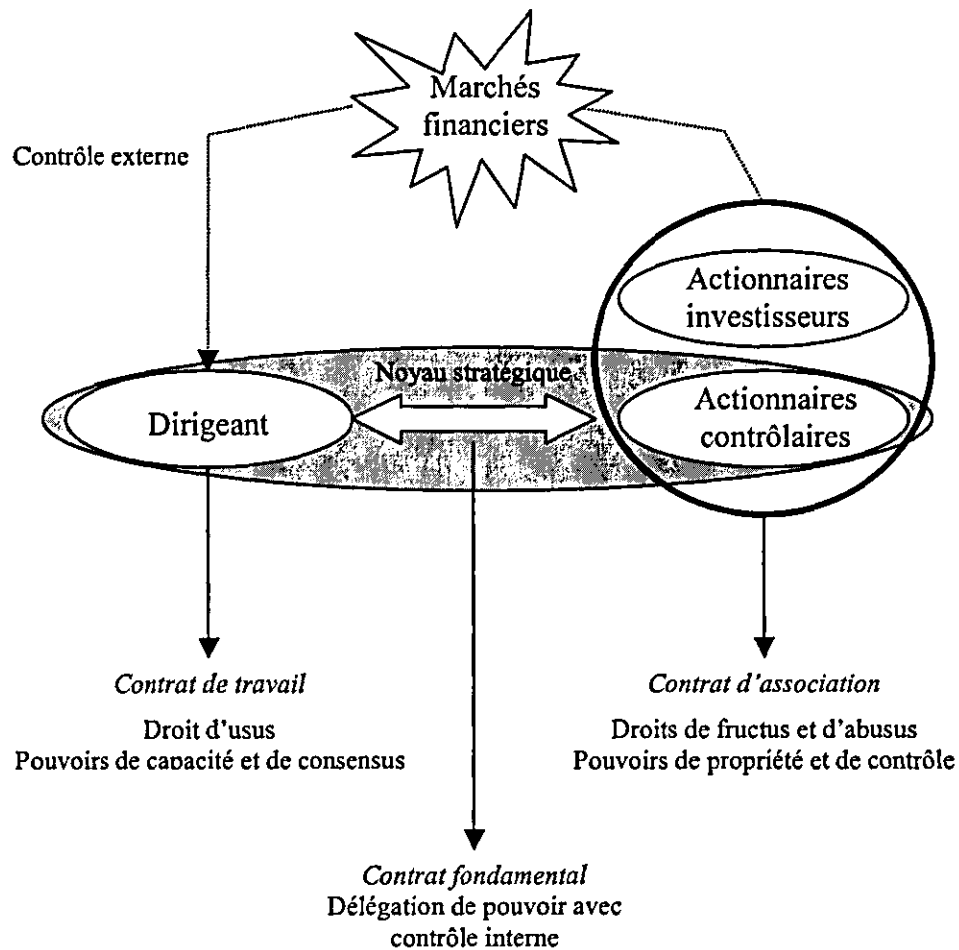
Le schéma suivant présente le gouvernement d'entreprise actionnarial.

---

<sup>44</sup> Cf. Eugene F. Fama et Michael C. Jensen, *op. cit.*, 1983, p. 16

<sup>45</sup> Cf. James Hawley et Andrew Williams, *op. cit.*, p. 77 et 80

Figure 1-2 : Gouvernement d'entreprise actionnarial<sup>46</sup>



### 1. 2. 1. Le noyau stratégique

Le noyau stratégique regroupe l'actionnaire contrôlaire et le groupe de dirigeants. Le contrôlaire possède la plus grande part des droits de vote attachés aux titres de capital émis par l'entreprise. Il participe à la définition du projet économique. Il affiche une certaine diversité même si les objectifs sont convergents. La typologie qui suit reprend ainsi partiellement des travaux antérieurs<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> Adapté de Christian Cadiou, « Le gouvernement d'entreprise (l'approche plurielle) », laboratoire ICI, Working paper, 2001, 57 pages

<sup>47</sup> Cf. Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, June, 1986, vol. 94, n° 3, p. 461-488

**Tableau 1-1 : Intérêt et influence des actionnaires contrôlares**

<b>Actionnaires</b>	<b>Intérêt</b>	<b>Influence</b>
Actionnaires historiques	Contrôle historique Performance absolue à moyen/long terme	Délégation majoritaire Information stratégique, comptable et financière, publique et privée
Investisseurs bancaires, financiers et institutionnels	Contrôle financier Performance absolue à moyen/long terme	
Investisseurs industriels et commerciaux	Contrôle stratégique Performance absolue à moyen/long terme	

Parmi les contrôlares, on distingue plusieurs types d'actionnaires animés par différents objectifs financiers ou économiques. On compte ainsi :

- Les actionnaires historiques, descendants de l'entrepreneur fondateur, aspirent à demeurer associés à la définition et à la mise en œuvre du projet stratégique. La rémunération est de nature économique, reliée à la performance réalisée dans la sphère réelle, plus que financière née des évolutions de la valeur de l'entreprise sur les marchés internationaux de capitaux ;
- Les investisseurs institutionnels sont les établissements bancaires, les holdings de participation, les sociétés d'assurance, les fonds de pension – notamment anglo-saxons – et d'autres opérateurs financiers dotés de capacités de financement structurellement excédentaires. Ils cherchent à contrôler la firme dans une optique économique de valorisation à moyen et long terme, dans le cadre notamment d'une gestion actif-passif d'un portefeuille d'investissements ;
- Enfin, les investisseurs industriels et commerciaux comprennent les fournisseurs, distributeurs et concurrents de l'entreprise et, de manière générale, toutes les autres firmes qui souhaitent participer à la définition et à la mise en œuvre du projet stratégique pour l'intégrer dans leurs propres stratégies de diversification,

d'intégration verticale, de croissance horizontale ou de développement international. La performance de l'entreprise est ainsi reliée à celle plus large d'un portefeuille d'investissements stratégiques.

Ces catégories d'apporteurs de capitaux possèdent d'importantes capacités financières. Ils détiennent les compétences nécessaires à la gestion et au contrôle de l'allocation de leurs capitaux. Le plus souvent, les contrôleurs sont à la confluence de plusieurs logiques. Ils peuvent cumuler le statut d'actionnaire avec celui de créancier obligataire ou bancaire, avec celui de partenaire industriel etc. Leur influence prend la forme d'un contrôle interne des décisions du dirigeant. Disposant d'une majorité absolue ou relative des droits de vote lors des assemblées générales, ils nomment les membres du CA ou du CS qui ratifient les propositions d'investissement et surveillent la mesure de la performance. Ils nomment le dirigeant ou le groupe de dirigeants. Ce contrôle est rendu nécessaire par la détention d'un nombre significatif de titres de capital. En effet, la sortie du capital peut occasionner d'importants mouvements de marché : « *s'ils ne peuvent pas vendre (par définition), ils doivent faire attention*<sup>48</sup>. » La performance recherchée est le plus souvent inscrite dans une perspective de long terme<sup>49</sup>. Leur cohésion – les blocs de contrôle ne rassemblent souvent guère plus de quelques dizaines d'actionnaires qu'il est facile et peu coûteux de mobiliser autour d'une action concertée auprès du dirigeant<sup>50</sup> – leur assure la maîtrise effective du projet stratégique. Les contrôleurs ne sont donc pas objets ou même acteurs mais auteurs de la définition du projet stratégique. Ils pilotent la firme en cherchant à construire une adhésion des agents impliqués ou concernés par la réalisation du processus productif. Ils bénéficient d'une information stratégique, comptable et financière privée qui en font des « initiés », dotés d'une meilleure connaissance de l'entreprise que les autres actionnaires.

---

<sup>48</sup> Cf. James Hawley et Andrew Williams, *op. cit.*, p. 126

<sup>49</sup> Cf. Commissariat Général au Plan, *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, éditions La Documentation Française, Paris, 2002, p. 36

<sup>50</sup> Cf. Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, *op. cit.*, p. 753

## 1. 2. 2. Les actionnaires non contrôlares

Au sein du contrat fondamental, mais à l'extérieur du noyau stratégique, les autres actionnaires ne possèdent collectivement ni la majorité relative ni absolue des droits de vote attachés aux titres de capital. Ils participent au financement de l'activité et au développement de la société dans une optique de placement. Le tableau qui suit en présente les grandes catégories.

**Tableau 1-2 : Intérêt et influence des actionnaires investisseurs**

Actionnaires	Intérêt	Influence
Investisseurs institutionnels (OPCVM)	Performance benchmarkée à court terme	Information stratégique, comptable et financière, générale, régulière, « exacte, précise et sincère » (COB 98-07)
Investisseurs individuels (petits porteurs)	Performance absolue à court/moyen terme	
Actionnaires virtuels	Performance absolue à moyen terme (à échéance des stock-options, des OC etc.)	
Salariés actionnaires	Performance absolue à moyen terme (à échéance des plans de participation) / information stratégique, générale et régulière	
Spéculateurs professionnels	Performance absolue à court terme	Aucune, les anticipations sont déterminées sur les marchés dans une optique largement autoréférentielle

On distingue généralement plusieurs catégories d'actionnaires qui poursuivent différents objectifs de nature financière hormis le contrôle :

- Les investisseurs institutionnels tels que les *mutual funds*, équivalents américains des organismes de placement collectif en valeurs mobilières français (OPCVM) – dont les stratégies ne peuvent se confondre avec celles des fonds de pension<sup>51</sup> – se singularisent par des capacités financières parfois importantes mais diluées dans un grand nombre de sociétés dont ils ne détiennent individuellement, *in fine*, que des parts relativement modestes. Leur professionnalisme dans la gestion de portefeuille en fait des investisseurs avisés capables d’exploiter rapidement et de manière pertinente sur les marchés financiers l’information publique. Ils recherchent une rentabilité à court terme. Le taux de rotation de leurs investissements est important. Ils investissent et désinvestissent en fonction des évolutions d’un indice de référence, c’est-à-dire un portefeuille de valeurs mobilières cotées, par rapport auquel leur performance est évaluée. L’activisme actionnarial de ces opérateurs est en général peu développé (« *Take the money and run* »). En effet, pour la plupart, ce sont des fonds ouverts : parce que leurs parts sociales ou leurs actions doivent pouvoir être rachetées à tout moment par les souscripteurs<sup>52</sup>, ils sont principalement investis dans les titres les plus liquides, c’est-à-dire cessibles facilement, rapidement et sans décote ;
- Les investisseurs individuels constituent une armée éclatée de petits porteurs. Ils souscrivent des fractions très modestes de capital à la recherche d’une performance absolue à court et moyen terme. Leur accès limité à l’information les amène à opter pour des comportements mimétiques débouchant sur des stratégies cycliques (vente de titres pendant les périodes baissières, achat de titres pendant les périodes haussières) qui créent une inertie de marché. Motivés par le jeu, « *considérant souvent les marchés comme un*

---

<sup>51</sup> Cf. Elie Cohen, *op. cit.*, p. 147

<sup>52</sup> Cf. James Hawley et Andrew Williams, *op. cit.*, p. 60

*vaste casino*<sup>53</sup> », les petits porteurs peuvent difficilement être considérés comme des agents rationnels ;

- Sur les marchés financiers, bouillonne également une « industrie de la volatilité » – le plus souvent au service d'établissements bancaires également actionnaires contrôlares de grands groupes cotés – regroupant les acteurs les plus actifs sur les marchés financiers (arbitragistes, *intraday traders*...). Leur gestion se distingue par le nombre important d'opérations qu'ils effectuent quotidiennement et par la sophistication des techniques (gestion alternative) et des produits utilisés (contrats à terme, options). La performance absolue est recherchée dans une perspective de très court terme. Dotés de fortes compétences, très bien informés, rapides et financièrement puissants, certains d'entre eux, notamment les *hedge funds*, peuvent influencer de manière décisive sur l'échec ou la réussite des opérations de l'entreprise sur les marchés financiers (fusion/acquisition d'un partenaire ou d'un concurrent, cession d'une filiale etc.). La liquidité des titres constitue toutefois leur talon d'Achille : jouant sur les inefficiences temporaires des marchés à l'aide de forts effets de levier, il leur est nécessaire, comme l'a montré la faillite de LTCM en août 1998, de pouvoir déboucler rapidement leurs opérations ;
- Les actionnaires virtuels, détenteurs d'obligations convertibles en actions (OC), d'obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA) de stock-options recherchent une performance absolue dans une perspective de moyen terme. Cet actionnariat potentiel comprend notamment l'équipe de direction. Il est l'illustration des coûts de surveillance engagés par les actionnaires pour contrôler le comportement du management. En effet, ces produits financiers permettent de s'assurer la loyauté du dirigeant en alignant ses intérêts avec celui des actionnaires. Un plan de stock-options est un ensemble d'options *call* donnant au détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter une quantité définie d'actions de l'entreprise

---

<sup>53</sup> Cf. Philippe Gillet, *L'efficience des marchés financiers*, éditions Economica, Paris, 1999, p. 151



à un prix (*strike*) et à échéance fixés à l'avance. Si le projet stratégique est créateur de valeur, le dirigeant peut à terme exercer l'option et acquérir des actions au *strike* et les revendre aussitôt plus cher au comptant, dégageant ainsi une plus-value. A l'inverse, si le cours de l'action stagne ou régresse, le dirigeant n'a aucun intérêt à exercer les options et il ne reçoit donc rien. Mais les stock-options constituent un intérêt asymétrique : l'agent n'engageant pas de capital, dans le pire des scénarios, le gain est nul. Pour y remédier, au moins partiellement, et mieux intéresser les dirigeants à l'objectif de création de valeur actionnariale, des distributions d'actions gratuites ou à prix réduit (Microsoft en 2003) remplacent parfois les plans de stock-options ;

- Enfin, les salariés-actionnaires constituent une catégorie récente invitée à abonder au capital de l'entreprise. Plans de participation, distributions d'actions gratuites, plus marginalement de stock-options, ont ainsi pour vocation d'aligner les intérêts des salariés sur celui des propriétaires intéressant les collaborateurs à la finalité ultime du projet économique qu'est la création de valeur actionnariale. Mais pour les employés, l'intérêt réside sans doute également dans la possibilité d'obtenir des informations sur la situation de l'entreprise, d'être associé à la définition du projet stratégique tout autant sinon plus que de bénéficier d'une rémunération des capitaux engagés.

L'influence des actionnaires non contrôlaires s'exerce à travers un contrôle externe. Ils pèsent sur l'entreprise à travers la sanction par les marchés financiers de la stratégie mise en œuvre. En cas de désaccord avec la politique définie par le noyau stratégique, possédant des parts peu significatives, ils peuvent décider de céder leurs titres sans décote excessive<sup>54</sup> (« vote par les pieds » ou « *Wall Street Walk* »). Par contre, pour l'entreprise, la récurrence de cette pratique de sortie du capital n'est pas neutre. En effet, elle alimente un flux vendeur de titres qui tire à la baisse la capitalisation boursière. Ceci a

---

<sup>54</sup> *Idem*, p. 124

plusieurs incidences pour le noyau stratégique. Dans le cadre de l'organisation du projet économique, la marge de manœuvre du dirigeant se réduit. Les conditions de financement du projet stratégique sont plus difficiles, les marchés financiers exigeant en contrepartie d'un risque supérieur une prime de risque plus importante. Si une émission obligataire est préférée, le taux d'intérêt servi devra être plus attractif. Dans le même temps, le dirigeant possédant des parts de capital dans le cadre de plan d'alignement de ces intérêts avec celui de ses mandants voit directement son patrimoine affecté. De plus, et de manière complémentaire, la relation avec les actionnaires non contrôlaires encore présents va se tendre. Les perspectives de dividende et/ou de plus-value sur capital se font plus aléatoires sous l'effet de contraintes financières plus lourdes. L'objectif de création de valeur actionnariale n'est pas respecté : la moins-value sur capital ou la moindre performance par rapport au coût du capital compte-tenu du risque constitue une destruction de valeur. Le dirigeant risque aussi une diminution de sa rémunération, un remaniement de son équipe, voire un limogeage en même temps qu'une décote sur le marché de l'emploi des dirigeants salariés. Si les marchés financiers existent sous une forme plus ou moins achevée depuis des siècles, notamment pour assurer les nécessaires opérations de change nées du commerce international, leur pouvoir s'est accru dans les dernières décennies du XX<sup>e</sup> siècle. Les innovations techniques et technologiques créant l'instantanéité du traitement d'ordre d'achat et de vente en volumes sans cesse plus importants sont parties intégrantes d'un large mouvement non pas seulement de libéralisation mais de financiarisation de l'économie. Au cœur du contrôle externe des entreprises cotées, le marché de référence est un marché financier globalisé comprenant une vaste gamme de produits monétaires, obligataires, d'actions et dérivés, ouvert 24 heures sur 24, fonctionnant sept jours sur sept grâce à l'interconnection des places boursières à travers le monde.

Le contrôle externe assure ainsi l'emprise des marchés financiers sur les entreprises, sur les rouages de l'économie réelle. Cette gouvernance transmet la volonté d'accroissement de la valeur actionnariale comme unique objectif de l'entreprise. Mais cette focalisation sur la relation unissant le dirigeant et les actionnaires au sein du contrat fondamental est également une exclusion ;

exclusion de l'Etat, et avec lui de certaines formes d'actionnariat, dont il est sinon porteur du moins le soutien, jugées non rationnelles puisqu'elles ne poursuivent pas de manière continue et acharnée leur intérêt qui est l'individualisme patrimonial<sup>55</sup>. La marque la plus visible sans doute aujourd'hui de cette étroite dépendance des entreprises face aux marchés financiers est donnée par l'art que constitue la communication financière à destination de la « communauté financière ». Les compétences des dirigeants s'élargissent d'autant pour intégrer, au-delà de la traditionnelle définition des savoirs, savoir-faire et savoir-être mobilisables, le « faire savoir<sup>56</sup> ». La communication financière est ainsi un exemple de coûts d'obligation consentis par l'agent pour prouver sa loyauté envers les actionnaires-principal.

En résumé, le gouvernement d'entreprise actionnarial est une première solution au problème posé par la dissociation, dans la firme managériale, des fonctions d'apporteurs de capital et de direction. Ce modèle propose une optique financière car il concentre – principalement<sup>57</sup> – son attention sur la relation d'agence entre les propriétaires et le dirigeant. L'objectif ultime de l'entreprise est la création de valeur pour le créancier résiduel, c'est-à-dire pour l'actionnaire dans la mesure où il détient le capital et pour le dirigeant dans la mesure où sa rémunération est souvent adossée à la performance financière de l'entreprise. Le fonctionnement de la firme se caractérise ainsi par un contrôle interne exercé par les actionnaires majoritaires et un contrôle externe imposé par les marchés financiers où les actionnaires et les investisseurs puisent un réel pouvoir de sanction contre les comportements opportunistes du management ou plus largement du noyau stratégique. Avec un capital plus instable, les dirigeants de sociétés, doivent composer avec un actionnariat plus diffus mais capable de sanction. Il leur est alors nécessaire d'opter pour une politique de communication avec les actionnaires non contrôlares afin d'assurer leur compréhension des conditions de réalisation du projet stratégique. La gouvernance actionnariale est ainsi réputée ouverte dans son infrastructure et relativement transparente dans son fonctionnement. Les

---

<sup>55</sup> Cf. André Orléan, *op. cit.*, p. 237

<sup>56</sup> Cf. Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, éditions Dalloz, Paris, 2002

<sup>57</sup> Cf. Michael C. Jensen et William M. Meckling, *op. cit.*, p. 311

actionnaires qui ne font pas partie du noyau stratégique conservent une position influente dans les affaires de l'entreprise car ils sont plus actifs dans une perspective temporelle dominante plutôt courte. La relation d'agence est alors caractérisée par une liberté des dirigeants étroite ou, du moins, les contraintes qui leur sont imposées sont nombreuses et prégnantes. Toutefois, une certaine collusion peut émerger entre actionnaires majoritaires et dirigeants. Par-delà l'intérêt strictement financier, il semble que le noyau stratégique cherche souvent à pérenniser son pouvoir sur un groupe, sur une entreprise cotée au détriment notamment des intérêts des actionnaires non contrôlaires<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Cf. Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, *op. cit.*, p. 758

## 2. L'apport de la théorie des parties prenantes

Dans les années 1980, les limites du paradigme dominant constitué par le gouvernement d'entreprise actionnarial sont soulignées par une relecture de l'entreprise fondée sur des théories non financières.

### 2. 1. Vers la théorie des parties prenantes

Pour comprendre le fonctionnement de l'entreprise et expliquer son existence, plusieurs théories se concurrencent. La relation d'agence reposant sur une vision financière, les limites avancées du gouvernement actionnarial sont largement d'origine hétérodoxe.

#### 2. 1. 1. Les limites de la gouvernance actionnariale

Dans une conception organisationnelle voire sociologique, la firme ne se résume pas à la relation fondamentale entre le dirigeant et les actionnaires ou même entre l'entreprise et ses créanciers financiers.

Il est peu satisfaisant de réduire l'entreprise moderne à une relation entre dirigeant et actionnaires. L'activité productive n'est pas une « boîte noire » abritant un processus linéaire combinant des entrants pour produire des extrants<sup>59</sup>. De nouveaux travaux avancent ainsi que la firme est un ensemble plus complexe d'interactions entre des acteurs de différentes natures. Les conséquences d'une telle approche sont multiples. D'une part, il apparaît que les actionnaires et les créanciers financiers ne constituent qu'une catégorie d'apporteurs de ressources à côté d'autres contributeurs que le dirigeant doit mobiliser pour mettre en œuvre le projet stratégique. La gestion du processus productif implique donc d'établir un « équilibre coopératif », au sein de l'entreprise, notamment entre les actionnaires et les employés qui fournissent le

---

<sup>59</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, « The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts, Evidence, and Implications », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 1, p. 68

facteur travail<sup>60</sup>. D'autre part, et conséquemment, l'effort du dirigeant ne peut être monopolisé par la satisfaction des seuls intérêts des actionnaires. En effet, il doit composer avec les acteurs impliqués exprimant également des revendications (*claims*) financières, industrielles ou commerciales. En outre, la personnalité humaine est infiniment riche. Aussi, la capacité à prévoir le comportement futur d'un acteur économique est faible. Agent comme principal n'agissent qu'à l'aide d'informations partielles, dans le cadre d'une rationalité limitée<sup>61</sup>. La relation d'agence ne repose donc que sur un contrat incomplet<sup>62</sup>, où tous les cas de figure ne sont pas prévus, où toutes les raisons ne sont identifiées et toutes les conséquences précisément évaluées. Egalement, il existe un biais interprétatif : les « états du monde » prévus peuvent être diversement compris selon les intérêts de chacun.

La théorie de l'agence n'intègre pas non plus de limitation de la portée de la relation unissant le principal et l'agent. En effet, la théorie des droits de propriété n'attribue pas aux actionnaires des « droits illimités<sup>63</sup> », une sorte d'« immunité morale<sup>64</sup> » dans la poursuite de l'intérêt actionnarial, en complète ignorance de toutes les obligations, y compris celles extérieures au champ économique, envers d'autres individus et envers la société à laquelle ils appartiennent. De fait, même s'il jouit d'une délégation contractuelle délivrée par les apporteurs de capital pour assurer la gestion de l'entreprise, le dirigeant n'a pas tous les pouvoirs car ils sont limités par un ensemble de garde-fous. Les marchés financiers servent ainsi de mécanisme de protection des intérêts des actionnaires non contrôlares face à une possible collusion entre dirigeants et contrôlares. Par leur fonctionnement concurrentiel, les marchés de biens et de services et le marché de l'emploi préservent les intérêts des clients et des

---

<sup>60</sup> Cf. Masahiko Aoki, « Equilibrium Growth of the Hierarchical Firm : Shareholder-Employee Cooperative Game Approach », *American Economic Review*, December, 1982, vol. 72, n° 5, p. 1097-1110

<sup>61</sup> Cf. Herbert Simon, « Bounded Rationality and Organizational Learning », *Organization Science*, February, 1991, vol. 2, n° 1, p. 125-134

<sup>62</sup> Cf. Oliver E. Williamson, « The Modern Corporation : Origins, Evolution, Attributes », *Journal of Economic Literature*, December, 1981, vol. 19, n° 4, p. 1545

<sup>63</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 84

<sup>64</sup> Cf. Kenneth E. Goodpaster, « Business Ethics and Stakeholder Analysis », *Business Ethics Quarterly*, 1991, vol. 1, n° 1, p. 68

fournisseurs ou des salariés. La loi<sup>65</sup> et la morale<sup>66</sup> sont également des recours contre les pratiques opportunistes du dirigeant. De plus, la théorie de l'agence sous-tend un schéma hiérarchique linéaire entre les acteurs économiques qui ne constitue peut-être pas une modélisation universelle du fonctionnement des entreprises<sup>67</sup>. Ainsi, le principal est un donneur d'ordre qui s'assure le contrôle du comportement de l'agent et donc la maîtrise de la relation établie. Cependant, certains mandataires peuvent apporter au projet stratégique des actifs spécifiques qui sont rares et donc sources de pouvoir. Le dirigeant est un salarié spécifique capable, par l'asymétrie informationnelle dont il bénéficie, parce qu'il est le seul à entretenir des relations contractuelles avec tous les acteurs impliqués dans l'entreprise<sup>68</sup>, de rééquilibrer l'échange avec les actionnaires-mandants.

## 2. 1. 2. Théories des coûts de transaction et du jeu coopératif

Fondée sur les travaux de nombreux auteurs (Ronald Coase, Kenneth Arrow notamment), la théorie des coûts de transaction trouve sans doute une formalisation parmi les plus achevées sous la plume d'Oliver E. Williamson.

L'axiome de départ est simple : la réalisation d'un échange sur un marché implique une série de « coûts de transaction » qui comprennent, entre autres, des coûts d'information pour recenser, formaliser et exprimer les besoins et pour trouver une contrepartie, des coûts de négociation pour fixer le prix de réalisation de la transaction, des coûts de rédaction du contrat de vente etc. Aussi, pour organiser l'activité économique, une innovation organisationnelle, sous forme de nouvelle « structure de gouvernance<sup>69</sup> », émerge. L'entreprise se définit ainsi comme une alternative au marché ayant

---

<sup>65</sup> Cf. Edward R. Freeman et William M. Evan, « Corporate Governance : A Stakeholder Interpretation », *Journal of Behavioral Economics*, winter, 1990, vol. 19, n° 4, p. 343

<sup>66</sup> Cf. Thomas Jones, « Instrumental Stakeholder Theory : A Synthesis of Ethics and Economics », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 2, p. 412-413

<sup>67</sup> Cf. Masahiko Aoki, « Toward an Economic Model of the Japanese Firm », *Journal of Economic Literature*, March, 1990, vol. 28, n° 1, p. 1-27

<sup>68</sup> Cf. Charles W. L. Hill et Thomas M. Jones, « Stakeholder-Agency Theory », *Journal of Management Studies*, March, 1992, vol. 29, n° 2, p. 134

<sup>69</sup> Cf. Oliver E. Williamson, *op. cit.*, p. 1547

pour « *objet et effet d'économiser les coûts de transaction*<sup>70</sup> ». Toutefois le fonctionnement de la firme génère des coûts, notamment bureaucratiques et de production<sup>71</sup>. Dès lors, l'entreprise n'existe que dans la mesure où l'arbitrage entre « faire » et « faire faire », c'est-à-dire entre les coûts internes qu'elle produit et les coûts de transaction qu'elle économise, lui est favorable. Les implications théoriques et empiriques de ce nouveau paradigme sont multiples. La firme n'est plus seulement ou essentiellement caractérisée par un contrat fondamental, constitutif de la société anonyme, entre le dirigeant et les propriétaires du capital mais également par une série de contrats complémentaires, reliant une multitude d'acteurs économiques, non-actionnaires. La firme est ainsi un « nœud de contrats<sup>72</sup> » que le dirigeant doit établir pour s'assurer le concours d'agents apporteurs de multiples ressources financières et productives nécessaires à la réalisation du projet stratégique.

A la même période, au début des années 1980, un chercheur japonais développe également une théorie des organisations qui, de son aveu même, « *s'avère un peu bizarre par rapport au modèle contractuel standard de l'entreprise qui prévaut dans la littérature anglo-américaine*<sup>73</sup>. » Loin d'un modèle universel, l'entreprise est un produit culturel distinct d'un pays à un autre. L'organisation de l'entreprise japonaise présente plusieurs originalités au regard du fonctionnement de sa concurrente américaine. En effet, elle ne se caractérise pas par une relation bilatérale entre management et actionnaires mais par un jeu coopératif entre trois acteurs. Le collectif constitué par les salariés est une « partie<sup>74</sup> ». Ce groupe dispose à la fois d'un intérêt – par l'attente d'une rémunération en contrepartie du facteur travail – et d'une influence – par la détention d'une compétence spécifique à l'entreprise – sur le processus de décision<sup>75</sup>. Dans cette optique, la place du dirigeant et des

---

<sup>70</sup> *Idem*, p. 1543.

<sup>71</sup> *Idem*, p. 1547

<sup>72</sup> Cf. Oliver E. Williamson, « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, July, 1988, vol. 43, n° 3, p. 574. Cette image est également exprimée par Michael C. Jensen et William H. Meckling, *op. cit.*, p. 312 : « *L'entreprise privée ou la firme est simplement une forme de fiction légale qui sert comme nœud de relations contractuelles [...].* »

<sup>73</sup> Cf. Masahiko Aoki, *op. cit.*, p. 2

<sup>74</sup> Cf. Masahiko Aoki, « Equilibrium Growth of the Hierarchical Firm : Shareholder-Employee Cooperative Game Approach », *American Economic Review*, December, 1982, vol. 72, n° 5, p. 1098

<sup>75</sup> Cf. Masahiko Aoki, *op. cit.*, 1990, p. 19



actionnaires est réévaluée. La séparation entre propriété du capital et contrôle de l'entreprise n'établit plus une division hiérarchique claire et directe entre le mandant-actionnaire et le mandataire-dirigeant<sup>76</sup>. Au sein du contrat fondamental, la relation est plus horizontale que verticale : le dirigeant n'est pas l'agent très surveillé des actionnaires. Ainsi, tant que le niveau de profit est acceptable – et non plus forcément optimisé comme le prévoit la gouvernance actionnariale –, le management dispose d'une certaine latitude dans ses décisions stratégiques. Il est un arbitre dans la négociation sur la répartition équitable de la « quasi rente organisationnelle<sup>77</sup> » – c'est-à-dire des gains économiques générés par l'activité de l'entreprise – entre les propriétaires et les salariés. L'entreprise n'apparaît dès lors plus comme une boîte noire : elle est le creuset d'un équilibre coopératif entre les différents intérêts exprimés (*stakes*) par les propriétaires du capital et par les salariés. L'activisme des actionnaires, et parmi eux surtout la « banque principale » qui est à la fois propriétaire et créancière, ne se développe que lorsque l'entreprise est confrontée à une difficulté importante. L'objectif est alors de restaurer les conditions de pérennité de l'entreprise. En termes de gouvernement d'entreprise, même si le fonctionnement des entreprises japonaises se fait aujourd'hui moins original, la thèse d'Aoki introduit un nouvel acteur dans la conception de l'entreprise. La porte est ouverte et d'autres agents économiques vont s'y engouffrer comme le pressent l'auteur qui note l'importance d'autres joueurs tels que les clients et les fournisseurs<sup>78</sup>.

## 2. 2. La théorie des parties prenantes

Si plusieurs critiques sont adressées à l'encontre de la théorie de l'agence, il faut également en présenter les théories concurrentes ou complémentaires selon les points de vue, qui tentent de la dépasser. Parmi celles-ci, la théorie des parties prenantes (TPP) constitue un nouveau champ de

---

<sup>76</sup> Cf. Masahiko Aoki, *op. cit.*, 1990, p. 16

<sup>77</sup> Cf. Masahiko Aoki, « A Model of the Firm as a Stakeholder-Employee Cooperative Game », *American Economic Review*, September, 1980, vol. 70, n° 4, p. 609

<sup>78</sup> Cf. Masahiko Aoki, *op. cit.*, 1982, vol. 72, n° 5, p. 1097-1110

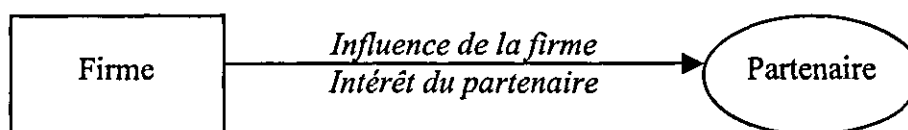
recherches qui fait l'objet d'importants développements théoriques et empiriques.

### 2. 2. 1. La nature de la relation avec la firme

A la suite des travaux de Williamson et d'Aoki, une nouvelle représentation de l'entreprise se dessine. La TPP est une généralisation de la théorie de l'agence<sup>79</sup>. L'entreprise est conçue comme un « nœud de contrats » qui relie plusieurs acteurs économiques. Le dirigeant doit s'attacher la collaboration de *stakeholders*, ou partenaires, ou parties prenantes, c'est-à-dire d'acteurs détenteurs des ressources nécessaires à la définition et à la réalisation du projet stratégique. La difficulté théorique réside dans la définition et l'identification des parties prenantes.

Au niveau de la définition, la relation entre un agent et l'entreprise peut être unilatérale, bilatérale ou plus large intégrant de manière non exclusive les deux types de liaison. Dans le premier cas, un acteur est affecté par l'activité de la firme. On dira que le partenaire a un intérêt dans l'entreprise. La reconnaissance et le respect de cet intérêt par le dirigeant dictent l'influence de l'entreprise. Cette définition laisse la voie à l'identification d'un grand nombre de partenaires. Le graphique suivant permet de visualiser le sens de la relation.

**Figure 1-3 : Relation unilatérale entre le partenaire et la firme**

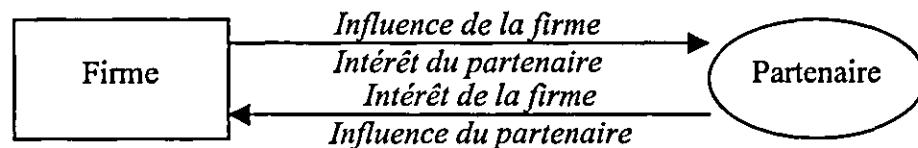


Dans le deuxième cas, un acteur est affecté et affecte l'activité de l'entreprise. On dira alors que le partenaire a un intérêt et une influence dans l'entreprise. Il en est de même de celle-ci qui dispose d'un levier d'action sur l'agent. Cette définition est plus restrictive puisque la relation nourrie avec l'entreprise est plus complexe, fonctionnant dans les deux sens : le partenaire dispose d'une

<sup>79</sup> Cf. Charles W. L. Hill et Thomas M. Jones, *op. cit.*, p. 132

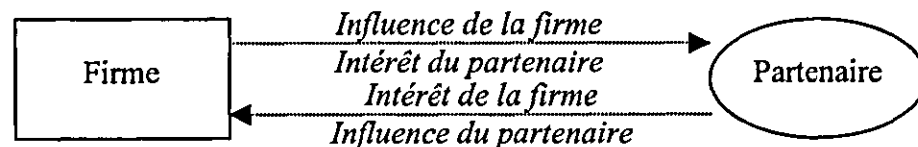
influence reconnue par le dirigeant tout autant que celui-ci a moyen d'influencer le partenaire. Le graphique qui suit présente la complexité de cette relation :

**Figure 1-4 : Relation bilatérale entre le partenaire et la firme**



Dans le troisième cas, la définition d'un partenaire recoupe les deux premières définitions : un partenaire est un acteur qui est affecté et/ou affecte l'activité de l'entreprise. L'agent peut ainsi disposer d'un intérêt et/ou d'une influence. La relation peut fonctionner dans les deux sens.

**Figure 1-5 : Relation au sens large entre le partenaire et la firme**



L'optique développée est pragmatique. En effet, il s'agit d'identifier les contributeurs dont la relation est gérable par le dirigeant dans la mesure où il dispose de leviers pour négocier l'accès à la ressource nécessaire à la réalisation du processus productif.

Au niveau des parties prenantes, la reconnaissance par la firme du statut de partenaires peut être liée à l'aspect critique de la relation entretenue, dans la mesure où elle conditionne l'existence même du processus productif par l'apport d'une contribution essentielle. Cette définition, qui se veut opérationnelle pour le dirigeant conformément à l'objectif assigné par Metcalfe<sup>80</sup>, procède d'une vision dynamique. L'intérêt d'un partenaire se définit comme l'impact de l'activité de l'entreprise sur sa fonction d'utilité. L'influence d'un partenaire par contre se définit comme un pouvoir reconnu

<sup>80</sup> Cf. Chris E. Metcalfe, « The Stakeholder Corporation », *Business Ethics : A European Review*, January, 1998, vol. 7, n° 1, p. 32

par le dirigeant sur le processus de décision de l'entreprise. Intérêt et influence sont donc deux variables de la relation bilatérale qui unit la firme et le partenaire. Leur interaction est régie par les deux acteurs et non pas par le seul dirigeant<sup>81</sup>. La gestion de l'intérêt prend la forme d'une modulation de la rémunération apportée à un contributeur du processus productif avec, comme point fixe, le coût d'opportunité. La gestion de l'influence s'incarne dans une hiérarchisation, menée et assumée par le dirigeant qui marque par-là la saillance déterminante de son rôle dans la firme, de l'importance des diverses contributions à la définition et la réalisation du projet stratégique. Mais l'influence peut s'exprimer par deux biais. Le premier permet à un partenaire de négocier directement avec le dirigeant. Le second nécessite ce que l'on appellera dorénavant un « intercesseur médiatique », c'est-à-dire un acteur non-partenaire en capacité d'interpeller le dirigeant et de mener une négociation avec celui-ci au nom des intérêts d'un partenaire qu'il représente. En définitive, dans un cadre dynamique, le gouvernement d'entreprise, à travers son objectif de réalisation d'un projet stratégique, intègre les partenaires en créant un intérêt pour ceux qui l'influencent et autorise une influence pour ceux qui y ont un intérêt.

### 2. 2. 2. Identification des partenaires

Plusieurs définitions et tentatives d'identification des parties prenantes ont été proposées. Une revue de littérature succincte donne une idée des hésitations<sup>82</sup>.

#### 2. 2. 2. 1. Les partenaires

Dans leur étude fondatrice de 1983, Freeman et Reed proposent deux définitions<sup>83</sup>. La première est large. Elle s'inscrit dans une optique stratégique :

---

<sup>81</sup> Cf. Jeff Frooman, « Stakeholder Influence Strategies », *Academy of Management Review*, April, 1999, vol. 24, n° 2, p. 191-205

<sup>82</sup> Cf. Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle et Donna J. Wood, « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency : Defining the Principle of Who and What Really Counts », *Academy of Management Review*, October, 1997, vol. 22, n° 4, p. 853-886

les parties prenantes sont « *tout groupe ou individu identifiable qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs de l'organisation* ». Sont concernés entre autres les administrations publiques, les concurrents, les groupes de pression, les employés, les clients, les actionnaires, les syndicats, les associations professionnelles. Ces acteurs entretiennent une relation unilatérale ou bilatérale avec l'entreprise. Une seconde définition est plus restrictive, centrée sur les besoins essentiels de la firme. La qualité de partenaire se restreint aux agents qui nouent une relation essentielle à la réalisation du projet stratégique : « *tout groupe ou individu identifiable dont l'entreprise est dépendante pour sa survie* ». Y sont inclus les salariés, les clients, certains fournisseurs apporteurs de ressources critiques, les créanciers les plus importants, les administrations publiques clés et les actionnaires. Cet essai fondateur va longtemps servir de référence aux travaux ultérieurs et structure encore le débat sur la définition des partenaires. Les publications qui suivent s'attachent à préciser, si ce n'est directement la définition des partenaires, les acteurs impliqués ou concernés par le projet stratégique. En 1991, Goodpaster énumère quelques partenaires à titre d'exemple : les actionnaires, les salariés, les fournisseurs, les clients, les financeurs non-actionnaires, les concurrents, les gouvernements et les communautés pour lesquelles il n'apporte pas de définition générale<sup>84</sup>.

La même année, Savage, Nix, Whitehead et Blair prennent le contre-pied de Freeman et Reed en désignant les parties prenantes comme les acteurs qui, en même temps, ont un intérêt dans le projet stratégique *et* – et non ou – qui exercent une influence sur l'organisation<sup>85</sup>. La définition proposée pose une relation bilatérale entre l'acteur et la firme. Pour étayer leur point de vue, les auteurs réalisent une étude de cas présentant la gestion stratégique des partenaires par une compagnie aérienne américaine. Leur analyse suggère que le pouvoir d'un partenaire est surtout fonction de la nature et de la portée de la

---

<sup>83</sup> Cf. Edward R. Freeman et David L. Reed, « Stockholders and Stakeholders : A New Perspective on Corporate Governance », *California Management Review*, spring, 1983, vol. 25, n° 3, p. 88-106

<sup>84</sup> Cf. Kenneth E. Goodpaster, « Business Ethics and Stakeholder Theory », *Business Ethics Quarterly*, 1991, vol. 1, n° 1, p. 53-73

<sup>85</sup> Cf. Grant T. Savage, Timothy W. Nix, Carlton J. Whitehead et John D. Blair, « Strategies for Assessing and Managing Organizational Stakeholders », *Academy of Management Executive*, May, 1991, vol. 5, n° 2, p. 61-75

relation entretenue avec l'entreprise. Dans cette optique stratégique, la tentative de définir de manière universelle les partenaires apparaît vaine. En effet, chaque organisation développe des partenariats contingents à son activité et à son fonctionnement. Par exemple, les fournisseurs ont un pouvoir d'autant plus important qu'ils sont peu nombreux et que l'entreprise est fortement dépendante de la ressource qu'ils apportent. En 1992, sans livrer une définition des partenaires, Hill et Jones procèdent à un nouveau recensement qui comprend le dirigeant, les actionnaires, les salariés, les clients, les fournisseurs, les créanciers, les communautés et le grand public<sup>86</sup>. En 1994, face aux critiques qui pointent l'incapacité persistante des travaux sur la théorie des parties prenantes à poser une définition consensuelle et stable des partenaires, Freeman cite cinq parties prenantes considérées comme essentielles. Affectés par le processus contractuel de création de valeur, les financiers – pour éviter le terme d'actionnaires –, les employés, les fournisseurs, les clients et les communautés<sup>87</sup> entretiennent une relation unilatérale avec la firme. En 1995, Clarkson élabore une nouvelle proposition<sup>88</sup> : « *Les partenaires sont les personnes ou les groupes qui ont, ou revendiquent, la propriété, des droits ou des intérêts dans l'entreprise et ses activités, passées, présentes, ou futures. Ces droits réclamés ou ces intérêts sont le résultat de transactions, ou d'actions menées, avec l'entreprise, et qui peuvent être légales ou morales, individuelles ou collectives.* » La définition posée est de nouveau unilatérale. Les partenaires sont les acteurs qui ont un intérêt dans l'entreprise. Ils cherchent à le faire reconnaître par le dirigeant.

Dans le même numéro de revue, Donaldson et Preston alimentent le débat avec une production qui révèle une relative convergence des recherches académiques<sup>89</sup>. Les partenaires sont « *les personnes ou groupes qui ont des intérêts légitimes [dans] l'activité de l'entreprise. Les partenaires sont identifiés par leurs intérêts dans l'entreprise qu'elle ait ou non un intérêt*

---

<sup>86</sup> Cf. Charles W. L. Hill et Thomas M. Jones, *op. cit.*, p. 131

<sup>87</sup> Cf. Edward R. Freeman, « The Politics of Stakeholder Theory : Some Future Directions », *Business Ethics Quarterly*, October, 1994, vol. 4, n° 4, p. 409-421

<sup>88</sup> Cf. Max B. E. Clarkson, « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance », *Academy Management Review*, January, 1995, vol. 20, n° 1, p. 106

<sup>89</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 67

*correspondant avec eux.* » La définition posée de la relation est large : les partenaires ont un intérêt et peuvent avoir une influence. Les auteurs considèrent particulièrement huit partenaires que sont les gouvernements, les fournisseurs, les associations professionnelles, les collaborateurs, les communautés, les clients, les groupes de pression et les investisseurs. En 1997, Mitchell, Agle et Wood proposent non pas une définition mais un outil permettant d'identifier les partenaires à partir de trois attributs<sup>90</sup> :

- Un pouvoir sur la firme, c'est-à-dire la capacité à obtenir gain de cause dans la relation avec l'entreprise, que ce pouvoir soit coercitif par l'utilisation de la force, de la violence ou de la contrainte, utilitarien basé sur des ressources matérielles ou financières, ou normatif, basé sur des ressources symboliques ;
- La légitimité de la relation définie selon Suchman comme « *une perception que les actions d'une entité sont désirables, appropriées à certains systèmes de normes sociales construits, de valeurs, de croyances et de définitions*<sup>91</sup> » ;
- L'urgence des attentes envers l'entreprise, définie comme le degré d'immédiate attention que réclame le partenaire pour maintenir sa relation avec la firme.

La saillance d'un partenaire est d'autant plus importante qu'il cumule un, deux ou trois de ces attributs. La recherche permet de produire trois grandes catégories de partenaires : latents pour ceux qui ne présentent qu'une seule caractéristique, prégnants pour ceux qui en présentent deux et de référence pour ceux qui en présentent trois. Toutefois, les auteurs livrent une conclusion proche de celle présentée par Savage, Nix, Whitehead et Blair : la désignation des parties prenantes est contingente à l'entreprise, à son environnement, à son fonctionnement, à ses contraintes industrielles et productives. L'année suivante, en 1998, en France, Charreaux et Desbrières présentent une courte définition<sup>92</sup> : « *En principe, au sens le plus large, les stakeholders représentent l'ensemble des agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme* ».

---

<sup>90</sup> Cf. Ronald K. Mitchell *et al.*, *op. cit.*

<sup>91</sup> Cf. Marck C. Suchman, « Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 3, p. 574

<sup>92</sup> Cf. Gérard Charreaux et Philippe Desbrières, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, juin, 1998, vol. 1, n° 2, p. 57-88

La relation redevient unilatérale. Le développement de leur article les amène à citer quelques partenaires : les clients, les fournisseurs, le personnel, les prêteurs, les actionnaires, le dirigeant. Par contre, l'Etat n'est que cité sans être utilisé tandis que la communauté locale est complètement absente. Enfin, en 1999, Reed distingue deux sens dans les relations entre l'entreprise et ses partenaires<sup>93</sup>. Dans une vision descriptive, la partie-prenante est « *directement affectée par l'activité de la firme* » alors que dans une acception instrumentale, un partenaire est un acteur « *qui est en mesure d'affecter l'activité de la firme.* » On peut donc fixer un récapitulatif présenté ci-dessous des partenaires selon les recherches :

**Tableau 1-3 : Quelques identifications de partenaires**

	Freeman et Reed (1983)	Goodpaster (1991)	Savage, Nix et Whitehead (1991)	Hill et Jones (1992)	Clarkson (1995)	Donaldson et Preston (1995)	Michell, Agle et Wood (1997)	Charreaux et Desbrières (1998)	Reed (1999)	
Dirigeant			Définition contingente	✓			Définition contingente	✓	✓	
Actionnaires	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓
Créanciers	✓	✓		✓					✓	
Employés	✓	✓		✓	✓	✓			✓	✓
Syndicats	✓									
Fournisseurs	✓	✓		✓	✓	✓			✓	✓
Clients	✓	✓		✓	✓	✓			✓	✓
Concurrents	✓	✓								
Etat	✓	✓				✓		✓	(3)	
Grpes de pression	✓					✓		✓		
Syndicats pro	✓							✓		
Assurances										
Assoc. consomat.										

<sup>93</sup> Cf. Darryl Reed, « Stakeholder Management Theory: A Critical Theory Perspective », *Business Ethics Quarterly*, July, 1999, vol. 9, n° 3, p. 453-483



<i>Media</i>					✓				
Communauté		✓		✓	✓	✓			✓
Grand public				✓					

Même si tous les auteurs ne se sont pas attachés à fixer une liste précise et exhaustive des acteurs qu'ils considèrent comme partenaires de l'entreprise et que les termes utilisés ont des définitions variables – les groupes de pression cités par Clarkson recouvrent sans doute tout ou partie des associations professionnelles de Freeman et Reed, les syndicats de salariés sont parfois dissociés des employés, la communauté de Goodpaster n'est probablement pas entièrement distincte du grand public de Hill et Jones –, quelques constantes se dégagent. En effet, un consensus semble considérer comme parties prenantes au moins les actionnaires, les salariés, les fournisseurs, les clients, la communauté, et, dans une moindre mesure, l'Etat. Par contre, plusieurs acteurs ne sont guère cités qu'une ou deux fois (le grand public, les syndicats), tandis que d'autres sont encore l'objet de débats. Le dirigeant n'est pas toujours considéré alors que conformément à la théorie de l'agence, il a un intérêt et une influence dans le processus de décision de la firme<sup>94</sup>. Ce point de vue est soutenu par Preston et Sapienza<sup>95</sup> et Charreaux et Desbrières. De même, les *media* ont une influence sur l'entreprise mais leurs intérêts dans le processus productif sont difficiles à déterminer<sup>96</sup>. En effet, il faut sans doute ici distinguer les *media* indépendants qui n'ont pas d'intérêt dans l'entreprise, des *media* dépendants qui fournissent des encarts publicitaires ou dont le capital est détenu en tout ou partie par des entreprises. Par contre, Freeman et Reed soulignent que le management stratégique plaide pour l'intégration des firmes concurrentes comme partenaires – au sens large – afin « *d'autoriser l'analyse de toutes les forces et pressions, qu'elles soient amicales ou hostiles*<sup>97</sup> », notamment dans le cadre de la théorie des jeux, à la différence Donaldson et Preston qui les excluent expressément<sup>98</sup>. Toutefois, s'il est acquis que les

<sup>94</sup> Cf. Oliver E. Williamson, *op. cit.*, 1981, p. 1564

<sup>95</sup> Cf. Lee E. Preston et Harry J. Sapienza, « Stakeholder Management and Corporate Performance », *Journal of Behavioral Economics*, Winter, 1990, vol. 19, n° 4, p. 363

<sup>96</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 86

<sup>97</sup> Cf. Edward R. Freeman et David L. Reed, *op. cit.*, p. 92

<sup>98</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, p. 86

concurrents impactent les résultats de l'entreprise à travers leurs décisions sur les marchés de biens et de services, la nature de leur intérêt, par contre, est difficile à fixer<sup>99</sup>. L'intérêt peut ainsi être « positif », dans une vision néoclassique où la concurrence permet d'accéder au bien-être social, ou « convergent » dans le cas de formes dégradées de la concurrence pure et parfaite telle que la « co-opétition », ou « adverse » dans la mesure où le gain d'une entreprise peut être conçu, de manière presque mercantile, comme la perte enregistrée par une autre<sup>100</sup>. Corollaires de ces hésitations concernant la définition et le nombre de partenaires, des difficultés existent pour fixer clairement dans chaque relation d'agence le rôle de l'agent et le rôle de principal. Pour Goodpaster<sup>101</sup> et Hill et Jones<sup>102</sup>, il est acquis que le dirigeant n'est agent que des seuls propriétaires. Pour les seconds, il est également évident que les collaborateurs ne sont pas donneurs d'ordre du dirigeant et que certains clients louent les services de l'entreprise. Toutefois, une convention académique indique que la firme, dans ses relations avec les partenaires non-actionnaires, est le mandant et les contreparties les mandataires<sup>103</sup>.

#### 2. 2. 2. 2. Les catégories de partenaires

Dès les premiers travaux sur la TPP, le besoin de hiérarchiser les partenaires se fait sentir. Ainsi, malgré la diversité des définitions sur la nature des parties prenantes, les chercheurs s'accordent à distinguer des catégories d'acteurs selon l'importance de leur contribution au processus productif.

Freeman et Reed proposent deux définitions. La première étend la gouvernance à un grand nombre d'acteurs. La seconde, par contre, concentre l'attention du dirigeant sur un cercle réduit de partenaires dont la participation est critique, c'est-à-dire qu'elle est une condition *sine qua non* de la réalisation du projet économique<sup>104</sup>. Savage, Nix, Whitehead et Blair distinguent

---

<sup>99</sup> Cf. Jérôme Ibert, « La gestion paradoxale des relations entre firmes concurrentes », *Revue Française de Gestion*, décembre, 2004, vol. 30, n° 148, p. 153-177

<sup>100</sup> *Idem*, p. 86

<sup>101</sup> Cf. Kenneth E. Goodpaster, *op. cit.*, p. 69

<sup>102</sup> Cf. Charles W. L. Hill et Thomas M. Jones, *op. cit.*, p. 134

<sup>103</sup> Cf. Kenneth E. Goodpaster, *op. cit.*, p. 61

<sup>104</sup> Cf. Edward R. Freeman et David L. Reed, *op. cit.*

également deux types de partenaires dont le dirigeant doit mesurer la menace ou la capacité de coopération. Les partenaires primaires ont un impact direct sur l'entreprise avec laquelle ils entretiennent des relations formelles, officielles ou contractuelles ; ce sont les créanciers, les syndicats de travailleurs et les grands actionnaires, c'est-à-dire les contrôleurs qui exercent au sein du noyau stratégique un contrôle interne sur le comportement du dirigeant. Les parties prenantes secondaires, par contre, ne sont pas directement impliquées dans le processus productif. On y compte les partenaires tels que le gouvernement, les compagnies d'assurance, les associations de consommateurs qui peuvent influencer et qui sont influencés par l'activité économique. De ses travaux, Clarkson tire également deux regroupements qui marquent une certaine proximité avec les travaux de Savage *et al.*<sup>105</sup>. Les parties prenantes primaires sont des partenaires critiques sans la participation desquels l'entreprise ne peut survivre. On y retrouve donc les actionnaires, les investisseurs, les salariés, les clients, les fournisseurs, les gouvernements et les communautés qui mettent à disposition les infrastructures. Leur contribution est essentielle à la réalisation du projet stratégique. Les parties prenantes secondaires sont celles qui influencent ou sont influencées par l'entreprise mais qui n'entretiennent pas de relations avec la firme conditionnant sa pérennité. Ce groupe est constitué des *media* et de groupes de pression qui peuvent notamment mobiliser le grand public pour infléchir ou entraver la réalisation du processus productif.

La volonté de hiérarchiser les partenaires se retrouve également dans l'article de Mitchell, Agle et Wood<sup>106</sup>. Elle structure la démarche de recherche par l'élaboration d'une grille de lecture fixant une typologie contingente des partenaires d'une firme, des plus importants, dont la contribution est essentielle, aux partenaires plus éloignés, impliqués ou concernés plus indirectement par l'activité économique. Reed procède également à un regroupement des parties prenantes<sup>107</sup>. Il distingue les partenaires internes, présents à l'intérieur des frontières traditionnelles de l'organisation. Ce sont le

---

<sup>105</sup> Cf. Max B. E. Clarkson, *op. cit.*, p. 106

<sup>106</sup> Cf. Ronald K. Mitchell *et al.*, *op. cit.*

<sup>107</sup> Cf. Darryl Reed, *op. cit.*

dirigeant, les employés et les actionnaires. A l'extérieur des frontières de la firme, les partenaires externes sont les fournisseurs, les consommateurs, les communautés locales.

## 2. 3. Une gouvernance élargie

Avec la TPP et la théorie de l'agence, le gouvernement d'entreprise mené par le noyau stratégique apparaît comme un équilibrage des attentions accordées à chaque acteur, comme la satisfaction calculée des attentes exprimées par une multitude de partenaires.

### 2. 3. 1. Les acteurs

La revue de littérature permet de pointer deux questions qui restent en débat : qu'est-ce qu'un partenaire ? comment les hiérarchiser ?

Nous proposons donc de définir ici comme parties prenantes les acteurs financiers, économiques, sociaux et sociétaux qui ont un intérêt *récurrent* – ils sont affectés de manière régulière et/ou durable par l'entreprise – dans l'activité économique de l'organisation et qui, éventuellement, exercent une influence – ils affectent de manière régulière et/ou durable l'entreprise – sur l'existence, la définition et la réalisation du projet stratégique. Nous percevons donc l'entreprise comme un ensemble d'interrelations avec les contributeurs du projet stratégique<sup>108</sup>, c'est-à-dire un ensemble de contrats bilatéraux<sup>109</sup>. Cette acception permet d'identifier plusieurs partenaires qui expriment des attentes en direction du noyau stratégique. La hiérarchisation des partenaires est également un élément nécessaire dans les travaux cherchant à approfondir le paradigme partenarial. Ainsi, nous considérons qu'il existe trois grandes catégories – ou strates – de parties prenantes intégrées dans la gouvernance de la firme qui exercent une influence sur le noyau stratégique. Chacune dispose ainsi d'un intérêt et, possiblement, d'une influence dans l'activité économique

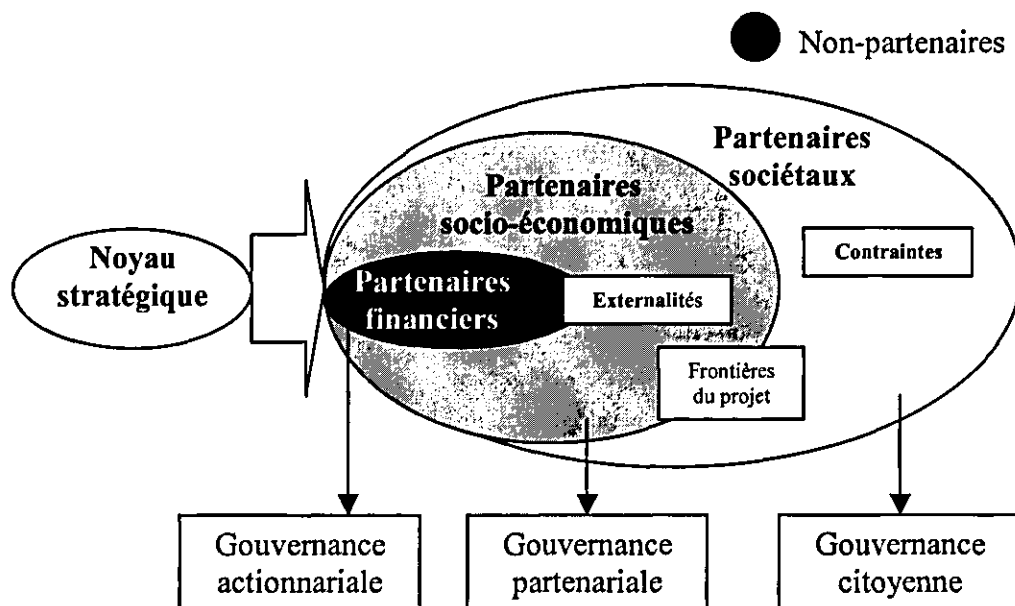
---

<sup>108</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 69 et 71

<sup>109</sup> Cf. Edward R. Freeman et William M. Evan, *op. cit.*, p. 345

de l'entreprise dans la mesure où sa participation est reconnue par le dirigeant. La première strate est actionnariale : elle regroupe les partenaires financiers du projet stratégique et comprend les investisseurs. Dans notre conception, le noyau stratégique ne figure pas comme un partenaire du projet puisqu'il en est l'auteur. Notre modèle est donc managérial et cherche à comprendre les conditions de pilotage stratégique de l'organisation. La deuxième strate est partenariale. Elle regroupe les acteurs socio-économiques qui apportent une ressource productive à la réalisation du projet stratégique. Ce sont les clients, les fournisseurs, les salariés et les créanciers obligataires et bancaires. Enfin, la troisième strate est citoyenne, au sens où le noyau stratégique est de plus en plus souvent confronté à des attentes émanant d'acteurs concernés par l'activité productive à travers des prélèvements de ressources naturelles (qualité de l'air, de la terre), sociales (cohésion sociale) ou sociétales (écologie, bio-diversité etc.).

Figure 1-6 : Les partenaires du gouvernement d'entreprise



### 2. 3. 2. La strate actionnariale

Les actionnaires non contrôlares unis par le contrat fondamental constitutif de l'entreprise sont des partenaires du projet pour au moins deux raisons.

D'une part, si la TPP est une généralisation de la théorie de l'agence<sup>110</sup>, alors elle inclut par définition les acteurs du contrat fondamental. D'autre part, conformément à la définition retenue des partenaires, la théorie des droits de propriété décrit l'intérêt et l'influence des actionnaires et du dirigeant. En effet, le *fructus* (dividendes et plus-values en capital) constitue leur intérêt dans l'activité de la firme. Leur influence est par contre variable si on distingue les contrôlares des investisseurs. Les premiers ont une influence directe par l'exercice d'un contrôle interne des décisions de gestion. Ils sélectionnent également le dirigeant de l'entreprise sur le marché de l'emploi. Les investisseurs, par contre, ont une influence plus indirecte. Le contrôle externe s'exprime surtout à travers le droit d'*abusus* avec la possibilité de revendre leurs titres sur les marchés financiers en cas de désaccord avec la stratégie. Leur activisme tend toutefois à se développer, surtout pour dénoncer les collusions pouvant exister entre les acteurs du noyau stratégique. Le dirigeant, acteur spécifique par sa position au sein du processus de prise de décision<sup>111</sup>, est également un partenaire<sup>112</sup>. En effet, par un contrat de délégation, il reçoit le droit d'usage. Son influence se mesure ainsi par la mobilisation de compétences spécifiques que sont les pouvoirs de capacité et de consensus<sup>113</sup> afin de créer et de gérer un portefeuille de partenariats. En contrepartie, son intérêt prend la forme d'une rémunération, indexée sur la création de valeur pour l'actionnaire conformément aux préconisations de la théorie de l'agence.

---

<sup>110</sup> Cf. Charles W. L. Hill et Thomas M. Jones, *op. cit.*, p. 132

<sup>111</sup> Cf. Richard P. Castanias et Constance E. Helfat, « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, March, 1991, vol. 17, n° 1, p. 155-171

<sup>112</sup> *Idem*, p. 134

<sup>113</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *Les groupes industriels*, éditions Economica, Paris, 1986, 187 pages

**Tableau 1-4 : Les partenaires financiers**

Partenaires		Intérêt	Influence
Actionnaires contrôlares	non	Profit financier : plus- value, dividende	Contrôle externe : abus

### 2. 3. 3. La strate partenariale

Pour réaliser le projet stratégique initié par le dirigeant et avalisé par les actionnaires, la gouvernance doit intégrer de nouveaux acteurs. Le gouvernement d'entreprise devient partenarial. La croissance de l'entreprise devient contractuelle<sup>114</sup>.

L'arrangement gouvernemental devient complexe, composé d'un ensemble d'équilibres coopératifs qui trouve sa formalisation dans la création de contrats subordonnés<sup>115</sup> – leur existence est conditionnée par le contrat fondamental. Ceux-ci comportent une incitation à collaborer, c'est-à-dire un intérêt dans l'activité productive pour les partenaires socio-économiques que sont les fournisseurs de biens et services (en amont comme en aval de la chaîne de création de valeur : les fournisseurs de matières premières, les distributeurs, les experts et consultants, les sous-traitants etc.), les clients, les salariés, les pouvoirs publics, et les financeurs non-actionnaires (banques et créanciers obligataires). Parce qu'ils sont les acteurs de la réalisation du projet stratégique, ils ont une influence sur celui-ci. Les concurrents peuvent également être cités même si la nature de leur intérêt reste à préciser.

**Tableau 1-5 : Les partenaires socio-économiques**

Partenaires	Intérêt	Influence
Personnel	Besoins de la pyramide de Maslow	Contrat de travail, législation sociale
Filière en amont (fournisseurs) et en aval	Profit industriel et commercial	Contrat de fourniture, d'approvisionnement, de

<sup>114</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *op. cit.*, p. 22

<sup>115</sup> Cf. Edward R. Freeman et William M. Evan, *op. cit.*, p. 338

(distributeurs)		partenariat, de sous-traitance, de prestation, législation commerciale
Filière à l'horizontal (concurrents, substituts)	Profit industriel et commercial Benchmark	Jeu concurrentiel, législation commerciale
Pouvoirs publics	Recettes fiscales	Législations générales
Clients ultimes	Offre commerciale	Jeu concurrentiel, contrat de vente, législation commerciale
Financeurs non-actionnaires	Profit financier (intérêts et remboursement à échéance)	Contrat financier, législation comptable et financière

Chaque catégorie de partenaires socio-économiques a un intérêt et cherche à faire reconnaître son importance pour peser sur le projet :

- L'intérêt du personnel, en contrepartie du travail délivré, repose sur la satisfaction des besoins physiologiques, sociaux, de sécurité, de reconnaissance et de réalisation personnelle exprimés par le versement d'un salaire, de primes et autres émoluments (formations, perspectives de carrière...) sources de prestige social et synonymes de sécurité de l'emploi. L'influence des salariés est organisée à travers le marché de l'emploi, mais également autour de collectifs protecteurs tels que les syndicats ou les organismes paritaires au sein de la firme (comité d'entreprise etc.) ;
- Les fournisseurs de matières premières, de marchandises, d'immobilisations, distributeurs, sous-traitants, et autres partenaires facilitateurs (experts, consultants...) assurent leur rôle avec l'objectif de dégager un profit industriel et commercial rémunérant la prise de risque encourue, un idéal étant d'établir une relation durable afin de créer une source de revenus stables, dans des conditions économiques de transaction mutuellement satisfaisantes.



Leur influence s'exerce au travers des marchés « b to b » de biens et de services et de certaines organisations de type syndical ;

- Les créanciers bancaires et obligataires financent l'activité en contrepartie d'une rémunération des capitaux engagés conforme aux échéanciers fixés, et d'un remboursement intégral des prêts accordés. Leur pouvoir de négociation prend appui sur les marchés financiers mais également à travers des mécanismes de syndication bancaire. Leur influence sur le dirigeant peut également être directe quand il s'agit d'éviter une faillite ;
- Les pouvoirs publics (Etats et collectivités locales) cherchent à obtenir une part de la rente organisationnelle grâce à un système de prélèvements fiscaux visant à financer la création et l'entretien de biens publics (infrastructures matérielles) et certains investissements d'intérêt collectif qui ne peuvent être l'objet d'une prise en charge efficace par le marché (éducation, santé, recherche). L'entreprise détermine sa localisation au moins en partie sur des critères de législations qui constituent une ressource contre l'incertitude et le risque. En effet, la puissance publique assure un contrôle légal et réglementaire des conditions d'exercice de l'activité de l'entreprise afin d'apporter une garantie du respect des contrats passés entre les acteurs. Ces garanties fixées par la loi sont évidemment fluctuantes selon les pays, disposant de législations plus ou moins contraignantes, reflets de consensus économiques, sociaux, sociétaux et écologiques particuliers. Ainsi l'entreprise bénéficie d'un environnement fiscal, légal et institutionnel lui garantissant des recours juridiques visant à sanctionner d'éventuels comportements délictueux ou abusifs. L'influence de l'Etat s'exerce à travers la Loi et l'expression des pouvoirs régaliens ;
- Les clients ultimes d'une filière attendent la satisfaction d'un besoin à un prix abordable et à une qualité minimale garantie, dans un contexte de choix différenciés. L'influence s'opère à travers le marché des biens et services mais également à travers les associations de défense des consommateurs qui prennent appui sur le développement du consumérisme ;

- Les concurrents présents sur le marché, ou pouvant désirer y rentrer, veulent voir la reconnaissance et le respect pérenne d'un mécanisme de confrontation concurrentielle de l'offre et de la demande. Dans ce cadre, toute concurrence devient également une comparaison, une référence qui fixe une hiérarchie des compétiteurs nécessaire à la valorisation des entreprises et à la motivation des partenaires notamment. L'influence se mesure à travers le marché des biens et de services et à travers l'activisme de syndicats de professionnels.

Tous ces partenaires socio-économiques, en tant qu'acteurs de l'activité productive, disposent d'un pouvoir de contestation visant à amender la définition ou les conditions de réalisation du projet stratégique et dont une expression ultime est sans doute le désengagement. A l'instar des actionnaires investisseurs, et à l'inverse du noyau stratégique, ces parties prenantes constituent une catégorie hétérogène, ayant des intérêts différents voire divergents en même temps que des influences variables.

#### 2. 3. 4. La strate citoyenne

Enfin, *last but not least*, dans une approche néo-institutionnelle<sup>116</sup>, concevant l'entreprise comme un système ouvert sur la société, de nouveaux partenaires, non économiques intègrent une gouvernance qui prend une dimension citoyenne. La relation avec la firme est involontaire. La croissance de l'entreprise devient conventionnelle.

**Tableau 1-6 : Les partenaires sociétaux**

Partenaires	Intérêt	Influence
Société	Préservation et amélioration du cadre sociétal	Conventions sociales, législations sociales
Milieu naturel	Préservation et amélioration	Conventions socio-

<sup>116</sup> Cf. J. Meyer et B. Rowan, « Institutionalized Organizations : Formal Structure as Myth and Ceremony », *American Journal of Sociology*, 1977, vol. 83, n° 2, p. 340-363

	du cadre environnemental	écologiques, législations environnementales
--	--------------------------	--

La société (les communautés selon la terminologie anglo-saxonne) et le milieu naturel sont des parties prenantes du projet stratégique. S'ils ne contribuent pas directement au processus productif, ils peuvent par contre être touchés par des effets de débordements, c'est-à-dire les rejets de la firme à l'extérieur de ses frontières. Les intérêts des partenaires sociétaux résident dans la gestion par la firme de ces externalités qui passe par la maximisation des externalités positives et, d'autre part par la réduction, voire la suppression, des rejets nuisibles à la cohésion sociale et à l'équilibre écologique qui pénalisent, parasitent, déstructurent, dévitalisent ou menacent d'autres processus productifs, culturels ou sociétaux. L'entreprise puise ainsi dans l'environnement social des ressources individuelles (personnel) ou collectives (tissu de Petites et Moyennes Entreprises, formes et intensité des relations sociales) qui lui sont nécessaires. L'entreprise sollicite également l'environnement physique pour y prélever des matières premières (bois, métaux...), des carburants (charbon, pétrole...), des comburants (eau, air...), de l'espace<sup>117</sup>. Mais le prélèvement de ressources collectives ne peut se faire qu'en fonction d'une législation et de conventions sociales et socio-écologiques refusant, limitant ou aménageant certaines pratiques jugées non souhaitables car génératrices de coûts sociaux importants, afin d'éviter les pillages, les abus et les rejets sans traitement qui obligeraient la collectivité à engager des frais de reconstitution des ressources pour celles qui sont renouvelables, de dépollution etc. L'entreprise peut également favoriser certaines pratiques dont elle ne profite que partiellement<sup>118</sup>. Le mécénat culturel et artistique est une source d'enrichissement des compétences des personnels, facteur de créativité, de souplesse intellectuelle et, partant, de compétitivité accrue.

<sup>117</sup> La terre a longtemps figuré dans la pensée économique comme un facteur de production, aux côtés du travail et du capital.

<sup>118</sup> Cf. James P. Hawley et Andrew T. Williams, *op. cit.*, p. 24

Par contre, l'influence des parties prenantes sociétales n'est pas directe car elles sont réputées « muettes<sup>119</sup> ». En effet, elles ne peuvent exprimer leurs revendications directement à la firme. Il leur faut des intercesseurs médiatiques, des *media* citoyens tels que les associations, les lobbies, les ONG qui surveillent le comportement social et écologique de la firme. L'influence des environnements est ainsi représentée par le pouvoir de dénigrement qui est une interpellation par les ONG de l'opinion publique, de l'Etat et des collectivités locales visant à dénoncer les pratiques d'une entreprise qui sont jugées non conformes aux conventions sociales en vigueur. Dans cette optique, les *mass media* indépendants (télévision, radio, journaux) ne sont donc pas des partenaires de la firme car s'ils ont une influence, ils n'y ont pas d'intérêt habituel et récurrent. Les résultats de cet activisme citoyen sont multiples : les sites industriels dépollués au frais des entreprises qui les ont occupés, les plages souillées nettoyées par les sociétés pétrolières, le financement par leur ex-employeur de plans de reclassement et de formation pour les personnels licenciés etc. La pression écologiste sur l'entreprise est sans doute l'exemple le plus récent de la dynamique du système de la gouvernance. A travers cet activisme partenarial, l'émergence des partenaires sociétaux est la marque d'intérêts jusque là peu considérés qui cherchent à faire reconnaître leur influence.

---

<sup>119</sup> Cf. Michel Capron, « L'économie éthique privée : la responsabilité des entreprises à l'épreuve de l'humanisation de la mondialisation », *Economie Ethique*, n° 7, 72 pages

### 3. Vers une gouvernance complexe

La comparaison théorique entre la théorie de l'agence et la théorie des parties prenantes aboutit à mettre en perspective chacun des modèles proposés. Ainsi, la TPP n'échappe pas à la critique. En réponse, certains travaux ont cherché à approfondir le paradigme partenarial pour en renforcer la robustesse. Dans le même temps, de plus en plus d'entreprises, par leur internationalisation notamment, se trouvent confrontées à la diversité des attentes développées par les acteurs impliqués ou concernés par la réalisation du processus productif. Elles développent une gouvernance globale qui intègre les actionnaires et certains partenaires influents.

#### 3. 1. Critique de la théorie des parties prenantes

Dans les milieux académiques, la TPP connaît une notoriété importante. Pour certains, elle s'érige en « nouvelle orthodoxie<sup>120</sup> ». Pour autant, plusieurs critiques lui sont adressées. Parmi elles, la plus importante est son incomplétude instrumentale. En effet, il est couramment reproché à la TPP de ne pas indiquer le mode de création d'un consensus entre tous les partenaires autour de l'objectif ultime du projet économique<sup>121</sup>. La critique porte ainsi tout à la fois sur la définition des partenaires et la teneur et la portée de la relation nouée avec la firme.

La revue de littérature montre qu'il existe une multitude de propositions académiques pour la définition des partenaires. Cette diversité entraîne des difficultés dans son utilisation par les praticiens. Ayant des difficultés à détecter les partenaires et à en évaluer l'importance relative, la contractualisation portée par la TPP des relations nouées entre la firme et les parties prenantes devient un processus délicat et difficile. Il existe ainsi une

---

<sup>120</sup> Cf. Elaine Sternberg, « Stakeholder Theory Exposed », *Economic Affairs*, Summer, 1996, p. 36

<sup>121</sup> Cf. Michael C. Jensen, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, 2002, vol. 12, n° 2, p. 235-256

tendance à identifier un nombre excessif de partenaires<sup>122</sup>. Ce trait est d'autant plus caractéristique que, par contraste, la gouvernance actionnariale pointe de manière claire et directe les actionnaires comme acteurs essentiels, facilement identifiables par la détention de titres de capital et porteurs d'un seul objectif pour l'entreprise sur lequel elle repose sa raison d'être et donc le consensus entre les acteurs : la création de valeur actionnariale. Dans le champ empirique, les conséquences de cette indétermination sont nombreuses.

D'une part, la portée de la responsabilité n'est pas clairement fixée. Le nombre de partenaires à reconnaître par la firme est ainsi potentiellement illimité. En effet, de nombreux agents peuvent considérer qu'ils affectent ou qu'ils sont affectés par le projet économique et ainsi s'ériger en interlocuteur légitime du noyau stratégique. Parmi eux, certains émettent des revendications contestables sur la base de leur seule capacité à affecter l'entreprise. Ce peut être « *les terroristes et les concurrents, la végétation et les créatures marines sans nom, et les générations pas encore nées*<sup>123</sup> » jusqu'aux « *maître-chanteurs, [et] les escrocs*<sup>124</sup> ». Cette critique est notamment émise par les chercheurs anglo-saxons sensibilisés aux pratiques de chantage (*blackmail*) qui s'abattent parfois sur les entreprises. D'autre part, la TPP cherche à remplacer la notion de culpabilité déterminée par la loi par la notion de responsabilité sociale ou sociétale déterminée par la morale. Cependant, la teneur de cette responsabilité élargie de l'entreprise n'est pas précisée. La difficulté s'illustre particulièrement auprès des partenaires tels que la société civile et l'environnement naturel. Par exemple, l'intégration dans la gouvernance de la société civile entraîne une responsabilisation de la firme envers tous les membres d'un groupe aussi ample qu'une nation or « *une organisation qui est responsable envers tout le monde n'est responsable envers personne : une responsabilité diffuse n'existe pas*<sup>125</sup>. » De plus, dans une optique kantienne, il est difficile d'ériger comme partenaires la société ou le milieu naturel qui ne sont pas des personnes identifiables, qui ne constituent pas des agents moraux

---

<sup>122</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 86

<sup>123</sup> Cf. Elaine Sternberg, « The Defects of Stakeholder Theory », *Corporate Governance : An International Review*, January, 1997, vol. 5, n° 1, p. 4

<sup>124</sup> Cf. Michael. C. Jensen, « Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, 2002, vol. 12, n° 2, p. 236

<sup>125</sup> Cf. Elaine Sternberg, *op. cit.*, 1996, p. 37

rationnels<sup>126</sup>. Leurs intérêts ne sont au mieux qu'indirectement représentés par des organisations (ONG) qui se sont autosaisies d'une problématique sociétale ou environnementale.

Pour édifier un consensus sur la définition et les conditions de réalisation des projets d'investissements, la TPP ne livre au noyau stratégique qu'une définition imparfaite du partenaire. Mais, plus encore, la théorie peine à déterminer la nature des relations qui lient l'entreprise aux apporteurs de ressources non financières. Egalement, l'explosion du nombre de partenaires complique la gouvernance assumée par le noyau stratégique en rendant difficile la satisfaction simultanée d'un grand nombre d'acteurs. Ainsi, selon la TPP, le dirigeant et les contrôleurs doivent concilier en même temps des demandes différentes, voire contradictoires. Les salariés cherchent à obtenir de hauts salaires, de bonnes conditions de travail, une couverture maladie étendue. Les clients veulent des produits à bas prix et de bonne qualité. Les actionnaires attendent une forte rémunération pour un risque réduit etc. De même, les objectifs poursuivis par certains partenaires trouvent difficilement une traduction dans la gestion de l'entreprise<sup>127</sup> : quel objectif mesurable par le dirigeant pour assurer sa contribution à la cohésion sociale ? Quel indicateur de gestion pour évaluer l'apport à la sauvegarde de la bio-diversité ? En effet, la TPP ne définit pas l'intérêt des partenaires. Le risque est de voir un dirigeant considérer l'intérêt d'un partenaire sans que celui-ci considère que les efforts déployés à son encontre correspondent pleinement à la satisfaction de sa fonction d'utilité<sup>128</sup>. La question est alors de donner à la firme des outils pour gérer des relations pour lesquelles la variable d'ajustement n'est ni unique ni même, parfois, clairement définie. Ainsi, si la TPP repose sur la notion d'équité, elle ne précise aucune clé de lecture aidant à placer, selon les secteurs d'activité et selon les partenaires, le curseur de l'attention que le dirigeant doit accorder aux revendications émises. En effet, si le coût des capitaux est fixé sur les marchés financiers, il n'existe aucun mécanisme équivalent permettant de déterminer le prix minimum pour la contribution de beaucoup de partenaires

---

<sup>126</sup> Cf. Elaine Sternberg, *op. cit.*, 1997, p. 37

<sup>127</sup> Cf. Elaine Sternberg, *op. cit.*, 1997, p. 36

<sup>128</sup> *Idem*, p. 36

tels que la communauté ou l'environnement. Dès lors, en laissant le dirigeant démuné pour procéder à la hiérarchisation nécessaire à la gestion de l'entreprise et admise par la théorie, des intérêts et donc des partenaires<sup>129</sup>, la TPP ne permet pas de résoudre les conflits au sein de l'organisation qui émergent dans le partage de la rente organisationnelle entre les parties prenantes du processus productif.

La TPP transgresse également plusieurs préconisations apportées par la théorie de l'agence. D'une part, le dirigeant n'a plus comme interlocuteur unique les propriétaires du capital mais devient le récepteur d'une multitude de revendications émanant de partenaires de diverses natures. Son attention est ainsi captée pour satisfaire des demandes qui le détournent de l'objectif ultime d'optimisation de la valeur actionnariale. La multiplication des partenaires amène le dirigeant à disperser ses efforts. De monovariée, au profit des actionnaires, la fonction d'utilité de l'entreprise devient multivariée. Non monotone, elle est difficile à maximiser or « *selon 200 ans de réflexions économiques et financières, le bien-être social est maximisé quand toutes les entreprises dans une économie maximise la valeur actionnariale*<sup>130</sup>. » Également, pour satisfaire tous les nouveaux partenaires de l'entreprise, le dirigeant doit récupérer des ressources à distribuer. Or toutes les ressources dégagées par l'entreprise reviennent de droit aux actionnaires, en tant que créanciers résiduels. La TPP est donc inefficace : elle détruit de la valeur actionnariale puisqu'elle amène le dirigeant à créer une latitude discrétionnaire, qui n'est pas restituée aux actionnaires, en vue de négociations présentes ou futures avec des acteurs qui apportent des ressources non financières. Elle induit également une augmentation des coûts d'agence consentis par les actionnaires pour contrôler le comportement du management. Non sans polémique<sup>131</sup>, Jensen estime alors que la TPP politise l'entreprise en servant les intérêts privés des communautés et du management. Sous sa forme actuelle, la TPP ne peut donc répondre de manière satisfaisante à la question : comment lier les multiples partenaires de l'entreprise alors que ceux-ci ont des intérêts

---

<sup>129</sup> Cf. Elaine Sternberg, *op. cit.*, 1996, p. 36

<sup>130</sup> Cf. Michael C. Jensen, *op. cit.*, p. 236

<sup>131</sup> Cf. Michel Albouy (sld), *Les grands auteurs en finance*, éditions EMS Management et Société, Paris, 2003, p. 139



divers et contradictoires ? La TPP est ainsi inopérante parce qu'elle est incapable de poser un compromis entre les acteurs, de fixer un objectif commun qui concourt à la satisfaction de la fonction d'utilité de tous.

Toutefois, la théorie de l'agence reconnaît quelques mérites à la TPP<sup>132</sup>. Deux intérêts sont particulièrement cités. D'une part, la TPP introduit la complexité dans la gestion de la firme en rappelant au dirigeant que la gouvernance ne se réduit pas à une relation, certes primordiale mais pas unique, avec les propriétaires du capital. La gouvernance doit intégrer les revendications émises par les partenaires non financiers qui concourent à la réalisation du projet stratégique<sup>133</sup>. D'autre part, la TPP constitue un outil de maximisation de la valeur d'une part par les moyens, car elle oblige le management à prêter une attention aux partenaires essentiels afin d'obtenir d'eux une contribution optimale, et d'autre part par l'objectif, en rappelant aux dirigeants que l'objectif de performance de l'entreprise doit être la création de valeur actionnariale à *long terme*, de nature économique, au profit des actionnaires patients. Pour Sternberg, le seul usage acceptable et efficace de la TPP est ainsi instrumental : l'entreprise poursuit l'objectif de création de valeur actionnariale à long terme en s'assurant la collaboration des partenaires clés tels que les collaborateurs, les clients, les fournisseurs et les créanciers, les activistes environnementaux et les autorités de régulation<sup>134</sup>.

### 3. 2. La création de valeur

Face à la critique principale de la théorie de l'agence qui pointe l'incapacité de la TPP à présenter les leviers de création d'un consensus entre les partenaires sur la définition et les conditions de réalisation du projet stratégique, plusieurs chercheurs avancent des modèles présentant le processus de formation d'un compromis global entre tous les acteurs impliqués ou

---

<sup>132</sup> Cf. Michael C. Jensen, *op. cit.*, p. 245

<sup>133</sup> Cf. Michael C. Jensen et William H. Meckling, *op. cit.*, p. 311

<sup>134</sup> Cf. Elaine Sternberg, *op. cit.*, 1997, p. 4

concernés par l'activité économique. Nous présentons ici le modèle de la gouvernance partenariale développé par Charreaux et Desbrières<sup>135</sup>.

### 3. 2. 1. L'approche transactionnelle

L'approche transactionnelle permet de donner une mesure de la valeur créée par la firme qui intègre les partenaires non financiers. Elle permet en même temps d'appréhender la répartition de cette valeur entre les parties prenantes associées au projet stratégique.

La théorie de la négociation (*bargaining*) présente l'échange de biens ou de services comme l'étape ultime d'un processus de tâtonnement. Deux acteurs au moins cherchent un accord sur les termes de l'échange, c'est-à-dire sur la quantité de ce qui va être donné et reçu par chacun<sup>136</sup>. Chaque partie doit connaître ses paramètres de négociations :

- Le coût d'opportunité au-delà duquel l'acheteur se refuse à négocier (Ca) : c'est le prix maximal pour lequel la transaction peut avoir lieu ;
- Le coût d'opportunité en dessous duquel le vendeur refuse de continuer la transaction (Cv) : c'est le prix minimal pour lequel la transaction est possible.

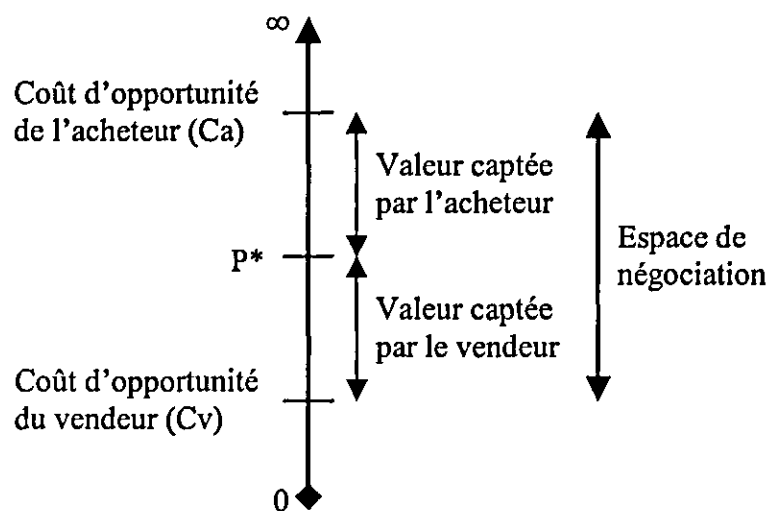
Pour réaliser une transaction dans des conditions satisfaisantes pour les deux partenaires dans la mesure où elle est créatrice de valeur, le prix d'échange (P\*) doit se fixer entre les deux coûts d'opportunité, Cv et Ca, exprimés par les parties en présence. Ainsi, la création et la répartition de la valeur se définissent comme la différence entre P\* et Ca et Cv comme le montre le graphique suivant :

---

<sup>135</sup> Cf. Gérard Charreaux et Philippe Desbrières, *op. cit.*, p. 62-64

<sup>136</sup> Cf. Bevars Dupre Mabry, « The Pure Theory of Bargaining », *Industrial and Labor Relations Review*, July, 1965, vol. 18, n° 4, p. 479-502

Figure 1-7 : Approche transactionnelle de la création de valeur<sup>137</sup>



L'espace de négociation se confond avec la valeur partenariale créée par la réalisation de l'échange et partagée entre les deux parties en présence. Chaque partenaire a la possibilité de capter une part de la valeur générée par la transaction. Mais la détermination du prix effectif reflète l'équilibre des pouvoirs de négociation affichés par les partenaires. La valeur créée peut ainsi être répartie de manière inégale. En effet, un acteur peut s'approprier tout ou partie de la valeur dès lors que son pouvoir de négociation est important, disposant par exemple d'un monopôle sur la ressource, offrant un produit difficilement substituable ou détenant d'une compétence spécifique etc. Cette supériorité s'exprime par la capacité d'un acteur à renoncer à la transaction si les termes de l'échange ne le satisfont pas. La contrepartie la plus dépendante de la relation est alors contrainte de faire des concessions sur le prix effectif, de réduire ses prétentions à capter une part de la valeur. Ainsi, l'acheteur en position de force peut imposer un prix proche ou égal à  $C_v$  et capter tout ou partie de la valeur créée. Inversement, le vendeur en position de force peut obtenir la réalisation de l'échange en fixant  $P^*$  au plus près où à la hauteur de  $C_a$  et capter la plus grande partie ou l'ensemble de la valeur créée. Toutefois, cette conception n'est adaptée que pour des acteurs s'inscrivant dans une démarche transactionnelle commune, et pour lesquels l'objet de transaction est

<sup>137</sup> Cf. Christian Cadiou, *Le redéploiement stratégique de l'entreprise*, éditions d'Organisation, Paris, 1990, p. 203

clair et compréhensible. En effet, on a vu que l'intérêt d'un acteur est parfois difficile à déterminer.

### 3. 2. 2. Création de valeur et gouvernance partenariale

Dans le cadre de la gouvernance actionnariale, les actionnaires apportent la ressource capitalistique nécessaire au développement de l'activité. Le coût d'opportunité est le coût des capitaux ( $R_i$ ) compte tenu du profil de risque de l'entreprise.  $R_i$  peut être évalué par le modèle d'équilibre des actifs financiers<sup>138</sup> (MEDAF). Il définit le taux de rentabilité attendu en le décomposant en deux éléments : le taux sans risque ( $R_f$ ) donné par un taux monétaire ou le taux des obligations souveraines et la prime de risque ( $\Pi$ ) mesuré par la sensibilité de l'action ( $\beta_i$ ) aux évolutions du marché  $R_m$ . On obtient ainsi un coût du capital évalué par la relation suivante :

$$R_i = R_f + \Pi_i$$

avec  $\Pi_i = \beta_i(R_m - R_f)$

Illustrons le mécanisme par un exemple. Durant la période de hausse boursière, à la fin des années 1990, la rentabilité attendue des actions a été fixée communément à 15%<sup>139</sup>. Pour un capital de 200 unités, le coût du capital s'établit donc à 30 unités. Conformément à l'approche transactionnel, la valeur créée pour l'actionnaire est la différence entre la rémunération perçue et le coût d'opportunité. Aussi, pour créer de la valeur actionnariale, le dirigeant doit verser aux créanciers résiduels une rémunération supérieure à 30 unités.

Dans une optique conforme à la TPP, le gouvernement d'entreprise implique l'association de plusieurs partenaires. En effet, pour réaliser les projets d'investissements qui ont reçu l'aval des actionnaires, le dirigeant doit

---

<sup>138</sup> Ce modèle est né de la conjonction de travaux multiples : cf. William F. Sharpe, « A Simplified Model for Portfolio Analysis », *Management Science*, January, 1963, p. 277-293, Fisher Black, « Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing », *Journal of Business*, July, 1972, vol. 45, n° 3, p. 444-455 pour n'en citer que deux.

<sup>139</sup> Cf. Dominique Plihon (sous la direction de), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, éditions La documentation française, Paris, 2002, 210 pages

mobiliser des ressources productives non financières. Dans la mesure où nous avons défini les partenaires comme les acteurs qui ont un intérêt dans la firme, l'approche transactionnelle peut expliquer le fonctionnement des relations entre la firme et les apporteurs de ressources. Le concept de création de valeur se généralise. La valeur n'est plus seulement actionnariale, les propriétaires ne s'approprient plus la totalité de la valeur à la recherche d'une rémunération anticipée supérieure au coût des capitaux engagés<sup>140</sup>. Chaque partie-prenante développe une attente en direction du noyau stratégique impliquant le versement d'une rémunération supérieure au coût d'opportunité exprimé. L'espace de négociation se définit alors comme la somme des valeurs créées par l'ensemble des transactions réalisées par la firme avec ses partenaires pour obtenir les ressources nécessaires à l'activité économique. Le dirigeant achète des ressources. Il exprime un coût d'opportunité  $C_a$  au-delà duquel il ne réalisera pas l'échange. En face, la contrepartie peut fournir un bien ou un service dans la mesure où le prix effectif ne se situe pas en dessous d'un seuil minimal  $C_v$ . C'est le cas des actionnaires qui apportent la ressource financière, du personnel qui apporte la force de travail, des fournisseurs qui apportent les matières premières. La firme vend également sa production à des clients. Sur les marchés concurrentiels de biens et de services, elle exprime un coût d'opportunité  $C_v$  en dessous duquel elle refuse de réaliser l'échange. En contrepartie, les clients cherchent à obtenir un prix inférieur à  $C_a$ . Dans cette conception, puisqu'ils peuvent prétendre à se voir verser une part de la valeur créée par l'échange, les partenaires accèdent au statut de créanciers résiduels<sup>141</sup>.

Prenons un exemple simplifié où l'entreprise comprend le dirigeant (D), le personnel (P), les fournisseurs (F), les créanciers (Cr) et les clients (C). Les intérêts des partenaires financiers (A) sont également représentés. Parmi eux, on compte notamment les contrôleurs (A') et les gérants de fonds (G). Cette précision permet de situer les acteurs les tests menés dans les chapitre 3 et 4. Pour chaque ressource, la négociation permet de fixer un prix d'échange  $P^*$

---

<sup>140</sup> *Idem*, p. 18

<sup>141</sup> Cf. Edward R. Freeman, « The Politics of Stakeholder Theory : Some Future Directions », *Business Ethics Quarterly*, 1994, vol. 4, n° 4, p. 417

différent du coût d'opportunité Ca ou Cv exprimé par le partenaire. La valeur partenariale (VP) se répartit comme suit :

**Tableau 1-7 : Répartition de la valeur**

	D	A		P	F	Cr	C	Σ
		A'	G					
<b>Ca</b>	15	25	55	155	110	75	500	
<b>P*</b>	10	15	35	140	100	50	450	
<b>Cv</b>	5	10	30	120	90	45	435	
<b>CVP affectée</b>	5	5	5	20	10	5	50	100
<b>CVP non affectée</b>	5	10	20	15	10	25	15	100

L'espace de négociation est la différence absolue entre Ca et Cv soit :

$$\Sigma Ca (15 + 25 + 55 + 155 + 110 + 75 + 500 = 935) - \Sigma Cv (5 + 10 + 30 + 120 + 90 + 45 + 435 = 735) = 200.$$

Cette somme est égale à la VP créée qui se calcule par la différence entre les ventes au coût d'opportunité Ca du client et achat des ressources aux coûts d'opportunité Cv des autres partenaires :

$$VP = \text{ventes au coût d'opportunité (500)} - \text{coût d'opportunité (5 + 10 + 30 + 120 + 90 + 45 = 300)} = 200.$$

Chaque partenaire reçoit une part de la valeur créée (100 unités). Ainsi, dans cet exemple, toutes les relations nouées par la firme sont créatrices de valeur pour les partenaires. L'entreprise capte également la moitié de cette valeur (100 unités). Le dirigeant se ménage ainsi une marge de manœuvre en vue de futures négociations. Ce fonctionnement va directement à l'encontre de la gouvernance actionnariale qui prescrit que le dirigeant ne doit disposer d'aucune marge de manœuvre dans ses négociations avec les acteurs non-actionnaires.

Plusieurs remarques sont à formuler. D'une part, deux partenaires s'intègrent mal dans un schéma transactionnel. Il en est ainsi de l'intérêt adverse porté par les partenaires hostiles que sont les concurrents et de l'intérêt de l'Etat pour lequel le concept de coût d'opportunité n'a de sens que dans un contexte international dans la mesure où l'entreprise peut choisir sa localisation. D'autre part, la mesure de cette « rente organisationnelle<sup>142</sup> », prend une nature économique et non plus uniquement financière. Les rémunérations des partenaires socio-économiques non-actionnaires en excès du coût d'opportunité changent de nature. De coûts considérés dans la gouvernance actionnariale comme des inefficiences organisationnelles amputant la performance de l'entreprise reversée aux créanciers résiduels, elles deviennent des valeurs objectives et donc évaluables. Ce modèle présente ainsi le mode de fonctionnement de l'entreprise en illustrant la valeur intrinsèque<sup>143</sup> des intérêts des parties prenantes qui sont intégrés dans la fonction objectif du projet stratégique. Mais la résilience de l'arrangement gouvernemental peut également être évaluée dans un cadre dynamique. En effet, une hausse rapide du coût d'opportunité des capitaux par exemple peut avoir plusieurs conséquences qui éclairent au moins deux points de la TPP. En premier lieu, l'entreprise est un ensemble d'équilibres coopératifs. Aussi, la prétention des investisseurs à capter une part croissante de la valeur induit pour le dirigeant, autant pour assurer un financement stable que pour éviter sa propre éviction, la recherche d'une nouvelle clé de répartition de la valeur entre les partenaires actionnaires et socio-économiques. L'ajustement, au terme d'un ensemble de négociations, se fait au détriment des parties prenantes les moins aptes à défendre à l'instant leurs intérêts. Toutefois, à terme, la situation peut générer des insatisfactions et des conflits qui prennent par exemple chez les collaborateurs l'expression d'une baisse de la productivité, d'une érosion de la qualité, d'une augmentation des délais et la montée de l'absentéisme etc. avec en fin de compte un ralentissement du processus productif et donc un impact négatif sur la rémunération offerte aux actionnaires. La hausse du coût d'opportunité d'un fournisseur aboutit donc mécaniquement à un *stress*

---

<sup>142</sup> Cf. Gérard Charreaux, « Variation sur le thème : "A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise" », *Finance Contrôle Stratégie*, septembre, 2002, vol. 5, n° 3, p. 20. Masahiko Aoki utilise le même terme, *op. cit.*, p. 600

<sup>143</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 67

organisationnel qui engendre une baisse de la valeur partenariale créée. L'accentuation de la pression actionnariale détruit de la valeur partenariale, occasionnant une baisse de l'utilité sociale au profit des acteurs socio-économiques impliqués dans la réalisation du projet stratégique. La valeur actionnariale apparaît ainsi dépendante de la valeur créée par l'organisation auprès des partenaires non-actionnaires. En second lieu, dans une optique stratégique à moyen terme, apparaît la pertinence d'une vision qui ne conçoit pas un actionnariat comme un tout homogène. En effet, le paradigme de la création de valeur actionnariale pose une norme de gestion favorable aux détenteurs de capital les plus volatils, les plus agressifs, animés par des prises de position à court terme, qui désinvestissent avant que les tensions au sein de l'organisation, qu'ils génèrent eux-mêmes par leur impatience, ne s'expriment et n'impactent par contre coup la valeur financière. Dans cette optique, la TPP ne s'avère pas complètement concurrente de la théorie de l'agence puisqu'elle incite le dirigeant à fixer un objectif de création de valeur à long terme.

Charreaux et Desbrières cherchent à dépasser la critique de Jensen en présentant un mode de construction d'un consensus autour des conditions de réalisation du projet stratégique. Ainsi, pour assurer la cohésion des acteurs, le modèle avance que le dirigeant dispose d'un *slack* managérial<sup>144</sup>, c'est-à-dire un flux résiduel après rémunération des différents partenaires associés en excès du coût d'opportunité. Dans la gouvernance partenariale, ce surplus constitue une marge de manœuvre pour le dirigeant dans les négociations qu'il entreprend au nom de la firme avec les parties prenantes. A ce titre, le *slack* managérial est un outil de paix sociale et de confiance partenariale, bref de compromis permettant de mobiliser et de fédérer les apporteurs de ressources. Le modèle est conforme à l'objectif de la TPP qui implique que les partenaires ont droit à une certaine considération de leurs intérêts et pas seulement pour leur capacité à créer de la valeur actionnariale<sup>145</sup>. Freeman en fait un principe général : « *les entreprises devraient être gérées dans les intérêts de tous ses partenaires, définis comme les employés, les financiers, les clients, les salariés*

---

<sup>144</sup> Cf. Gérard Charreaux et Philippe Desbrières, *op. cit.*, p. 63

<sup>145</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 67



et les communautés<sup>146</sup> ». Le modèle de la valeur partenariale développée par Charreaux et Desbrières est donc une tentative de dépassement de la critique de Jensen sur la difficulté de la TPP à expliquer la formation d'un consensus entre les partenaires de l'entreprise. Le modèle est une avancée qui approfondit le paradigme partenarial en développant une approche transactionnelle des relations entre les parties prenantes et la firme. Il permet l'intégration des différentes attentes émises par les parties prenantes socio-économiques que sont les clients, les salariés, les fournisseurs, les créanciers et les acteurs du noyau stratégique (dirigeants et contrôlares) et plus largement du contrat fondamental (contrôlares et actionnaires investisseurs). L'Etat apparaît comme un acteur dont la transaction n'est pas négociable, « *sauf à considérer la solution de l'expatriation de la firme*<sup>147</sup> ». L'intégration des concurrents dans la gouvernance reste également problématique, à moins de leur attribuer un rôle d'émulateur. Cependant, l'approche transactionnelle a ses avantages et ses limites. Plusieurs critiques peuvent ainsi être énoncées :

- D'une part, le modèle réduit l'extension du gouvernement d'entreprise aux partenaires socio-économiques (clients, les salariés, les prêteurs, les actionnaires, les fournisseurs, le dirigeant) dont les relations peuvent s'expliquer par une approche transactionnelle ;
- D'autre part, l'intérêt des partenaires se limite à une variable unique : les relations avec les partenaires sont réduites à une simple dimension pragmatique qui prend la forme d'un versement d'une rémunération alors que la firme est également une communauté d'individus soumises à des jeux de pouvoir internes et des influences externes, à des demandes qui ne peuvent se réduire à leur simple facette matérielle.

### 3. 2. 3. Création de valeur et gouvernance citoyenne

Par contraste, dans une gouvernance citoyenne, à la frontière économique du projet stratégique, l'approche transactionnelle est plus difficile à établir. En effet, si le coût d'opportunité d'une transaction est directement

---

<sup>146</sup> Cf. Edward R. Freeman, 1994, *op. cit.*, p. 417

<sup>147</sup> Cf. Gérard Charreaux et Philippe Desbrières, *op. cit.*, p. 62

ressenti par les parties prenantes sociétales (pollution de l'air, déstructuration de la cohésion sociale suite à de nombreux licenciements dans une région), il n'est par contre exprimé qu'à travers des intercesseurs médiatiques, qui ne sont pas directement bénéficiaires de l'échange.

Ainsi, la poursuite de la transaction ne dépend pas d'un intérêt conjoint des partenaires lié aux conséquences de la transaction, mais de la capacité de blocage de la transaction par les intercesseurs médiatiques qui s'investissent dans la défense des intérêts des partenaires sociétaux. Pour cela, le prix minimal requis pour poursuivre la transaction peut échapper, surtout dans le cas des ressources non renouvelables, à toute référence aux mécanismes traditionnels de marché. Par exemple, les ressources non renouvelables (énergies fossiles) impliquent un coût d'opportunité au mieux difficilement évaluable et plus probablement encore illimité, la rareté de la ressource augmentant au fur et à mesure des prélèvements. Cependant, de manière générale, que ce soit pour les ressources renouvelables ou non renouvelables, le prix payé par l'entreprise et véhiculé par les *media* citoyens relève d'une convention. Nous nous situons donc dans un schéma étranger à l'acception habituelle du contrat impliquant un aspect relativement formel<sup>148</sup>, c'est-à-dire une estimation de ce qu'il est convenu de payer dans un cas échappant au marché. Ce prix requis pour l'utilisation de ressources sociales ou naturelles est soumis à une importante incertitude et à de fortes variations, la convention pouvant en effet évoluer au cours de la transaction, voire être différente selon le contexte culturel. Ce prix peut ainsi être négligeable en cas de faible sensibilité des *media* citoyens malgré une perte avérée des parties prenantes qu'ils sont censés représenter, puis rapidement élevé si, au cours de son activité, l'entreprise s'attire les foudres de l'opinion publique. Aussi, pour générer de la valeur, l'entreprise doit se conformer à des conventions désignant les ressources à exploiter et celles à laisser, fixant la manière de les exploiter et déterminant les restitutions possibles (externalités positives). De plus, dans la mesure où les reconstitutions interviennent après consommation, la firme doit

---

<sup>148</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 85

également donner des gages de paiement pour assurer de son adhésion au système conventionnel.

L'ensemble du système de création de valeur apparaît dès lors fondé sur la crédibilité de l'engagement de l'entreprise dans des conditions d'exploitation de ressources et de remboursement socialement acceptables. A court et moyen terme, le déséquilibre au détriment des parties prenantes sociétales est certainement pérenne. Mais à long terme, la situation n'est pas soutenable car la dégradation de l'environnement peut avoir des effets importants et négatifs sur des entreprises, des groupes sociaux, des communautés humaines. Les collectivités locales, les consommateurs, les riverains dont la santé et la qualité de vie sont impactées, d'autres entreprises dont le processus de création de valeur dépend de la qualité de l'environnement, des associations peuvent alors demander à l'entreprise d'assumer sa responsabilité. La firme peut répondre de plusieurs manières :

- Supprimer totalement ses rejets par le *reengineering* du processus productif ; l'entreprise se fait alors proactive, agissant préventivement pour éviter une sanction ;
- Assumer le coût explicite de dépollution, l'entreprise étant alors réactive, consacrant une part de ses ressources à une politique de restauration des conditions environnementales préexistantes.

Cet exemple de répartition de la valeur créée et des moyens de la gestion des externalités générées laisse apparaître que le dirigeant procède à une hiérarchisation<sup>149</sup> mouvante des revendications exprimées par les partenaires financiers, socio-économiques et sociétaux. Ainsi, les actionnaires sont sans doute actuellement parmi les partenaires les mieux considérés tandis que les parties prenantes sociétales commencent à être prises en considération. Ceci illustre le fait que la TPP repose sur un principe d'équité (« *fairness*<sup>150</sup> »), et non d'égalité. On peut en déduire que les intérêts et les influences des acteurs coalisés autour de la firme sont disparates. Pour l'expliquer, deux raisons sont avancées. D'une part, le poids de la contribution de chaque partie-

---

<sup>149</sup> Cf. Ronald K. Mitchell *et al.*, *op. cit.*, p. 871

<sup>150</sup> Cf. Chris E. Metcalfe, *op. cit.*, p. 32

prenante est variable<sup>151</sup>, contingent à chaque processus productif<sup>152</sup>. D'autre part, les partenaires disposent de pouvoirs de négociation différents<sup>153</sup>, pour de multiples motifs comme la détention d'une compétence spécifique, la substituabilité de la contribution ou l'influence multiple à plusieurs niveaux de la chaîne de création de valeur. Au travers de cet ordonnancement par le dirigeant des intérêts exprimés revient le débat sur la finalité de l'organisation. Se pose donc la question : à qui profite la firme ? La réponse fournie par les tenants de la gouvernance actionnariale est connue. La valeur mesurée par la *free cash flow* doit revenir intégralement aux créanciers résiduels que sont les actionnaires : « *la responsabilité sociale des affaires est d'augmenter ses profits*<sup>154</sup> ». De la réalisation de cet objectif simple de maximisation de la valeur de l'entreprise dépend, « sous certaines conditions raisonnables » – qui est notamment la résistance du management à la pression court-termiste des marchés financiers – le bien-être social<sup>155</sup>. Toute autre répartition, en faveur d'acteurs non-actionnaires, est une destruction de valeur, une inefficacité économique qui peut prendre notamment la forme d'un accroissement de l'espace discrétionnaire des dirigeants dans la firme managériale. A l'inverse du paradigme dominant, les recherches sur une gouvernance alternative peinent à dégager un consensus. L'objectif de l'entreprise, notamment dans les modèles européen et japonais, peut être la création d'une rente organisationnelle profitable à tous les acteurs de la firme, du moins ceux s'inscrivant dans une approche transactionnelle.

### 3. 3. Convergences des modèles

Chaque type de gouvernance est culturellement marqué, la conception de l'activité de l'entreprise dans une société étant différente d'une culture à une autre.

---

<sup>151</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 67

<sup>152</sup> Cf. Archie B. Carroll, « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance », *Academy of Management Review*, October, 1979, vol. 4, n° 4, p. 501

<sup>153</sup> Cf. Thomas M. Jones, *op. cit.*, p. 408

<sup>154</sup> Cf. Milton Friedman, « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », *New York Times Magazine*, September, 13, 1970, p. 32-33

<sup>155</sup> Cf. Michael C. Jensen, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, April, 2002, vol. 12, n° 2, p. 239

### 3. 3. 1. Les modèles de gouvernance

Le gouvernement d'entreprise actionnarial est historiquement implanté dans les pays de culture anglo-saxonne que sont les Etats-Unis et le Royaume-Uni<sup>156</sup>, sans doute deux nations parmi les plus touchées par la crise des années 1930. Pour sortir de la récession, dont l'effondrement boursier d'octobre 1929 ne fut que le révélateur en même temps que le détonateur, la puissance publique joue un rôle non négligeable, mais toutefois limité. Certes acteur dès 1932 avec notamment le *New Deal* de Franklin D. Roosevelt aux Etats-Unis, l'Etat est surtout un agent incitatif recréant les conditions d'un développement économique qui reste largement au gré des initiatives privées. Parce que jugées responsables de la crise des années 1930, les banques sont des agents faiblement présents dans les circuits de financement à court, moyen et long terme des plus grandes sociétés. Une conséquence visible est que le capital des entreprises se trouve relativement disséminé sur les marchés financiers<sup>157</sup>. Autour de quelques actionnaires historiques, de quelques grandes participations prises dans une optique de coopération industrielle, bancaire ou financière, figure une masse assez importante de petits porteurs constituant des actionnariats minoritaires, très divers et plus sensibles aux variations boursières à court terme. Les titres de capital sont ainsi éparpillés entre les mains d'actionnaires investisseurs qui financent l'activité et le développement de l'entreprise dans une optique boursière.

A l'inverse, le gouvernement d'entreprise partenarial se retrouve dans les pays d'Europe occidentale tels que la Suède, la France, l'Allemagne mais aussi le Japon. Tous partagent certaines caractéristiques. Au sortir de la Deuxième Guerre Mondiale, l'Etat impulse la reconstruction et le développement économique *via* des politiques de grands travaux et des programmes de nationalisation de secteurs clés comme la finance, le transport et l'énergie. L'intermédiaire que constitue le secteur bancaire, entre offre de financement et besoin de financement, s'insère au cœur des circuits financiers

---

<sup>156</sup> Cf. Chris E. Metcalfe, *op. cit.*, p. 31

<sup>157</sup> Cf. James Hawley et Andrew Williams, *op. cit.*, p. 1 et pp. 46-52

en prenant des participations, en assurant le financement à long comme à court terme, à titre de créancier comme d'actionnaire. Le capital des grandes entreprises nationales est ainsi concentré entre les mains d'un noyau constitué d'actionnaires historiques, reliquats parfois encore vivaces du capitalisme entrepreneurial, d'entreprises financières, de l'Etat, qui encouragent les participations croisées entre grandes sociétés dans le cadre de stratégies de coopération industrielle et de protection du capital. De fait, le capital est marqué par une forte stabilité : la revente d'un nombre important de titres sur les marchés financiers est rare. L'objectif assigné au dirigeant est un intérêt social – souvent en convergence avec l'intérêt national – de pérennité de l'entreprise à long terme, sous la contrainte d'un niveau de profit satisfaisant mais non optimisé. L'emploi et le chiffre d'affaires constituent les principales préoccupations devant la valeur revenant à l'actionnaire.

Dès lors, l'absence de marché de la prise de contrôle assure la longévité du management tandis que les marchés de capitaux sont relégués à une place mineure. Peu d'entreprises vont y chercher un financement monétaire, obligataire ou capitalistique. Les intervenants sur les places financières sont peu nombreux et peu organisés, chacun, pour l'essentiel, opérant directement pour son propre compte. Les volumes échangés sont faibles entraînant une liquidité limitée. Les cotations sont sans enjeux pour les stratégies industrielles : la propriété et le contrôle des grandes entreprises se négocient pour l'essentiel hors marché. Enserées dans un réseau complexe d'intérêts croisés, sous la surveillance d'une puissance publique soucieuse de stabilité sociale, les entreprises offrent peu de prises aux jeux spéculatifs ou aux appétits de *raiders* étrangers. Le capital étant verrouillé, l'actionnariat individuel est cantonné à un rôle marginal et les petits porteurs ne peuvent exercer un contrôle efficace. Leur sanction éventuelle, faute de pouvoir acquérir un taux de détention suffisamment important tant le flottant disponible est étroit, se borne à « voter par les pieds », plus pour le symbole que pour l'efficacité. La relation d'agence se singularise ainsi par une liberté des dirigeants importante dans la mesure où ils mènent une stratégie qui assure la survie du projet économique. Il existe alors une collusion tendancielle des visées et pratiques des dirigeants, des actionnaires majoritaires et des

créanciers bancaires au détriment des intérêts patrimoniaux des autres actionnaires.

### 3. 3. 2. L'évolution des modèles

Jusque dans les années 1970, les deux types de gouvernement d'entreprise coexistent. Mais la crise à partir de 1973 amène les acteurs économiques à réviser leurs stratégies. Dans un contexte de saturation des opportunités d'investissement dans un cadre national étroit qui exacerbe le jeu concurrentiel, il devient nécessaire de développer la diversification géographique des portefeuilles de titres. La libéralisation des années 1980 alimente ainsi l'ample mouvement de mondialisation, sous la forme d'une extension progressive d'un modèle de gouvernement d'entreprise orienté vers la création de valeur actionnariale et entretenant une relation forte avec les marchés financiers. L'internationalisation des marchés boursiers, en gestation jusqu'alors, s'accélère avec l'émergence dans les années 1980 de grands investisseurs institutionnels anglo-saxons. Dotés de capacités de financement très importantes, réactifs et, sans doute grâce à une culture marché plus développée, aguerris, toujours à la recherche d'une optimisation du couple rentabilité/risque, ils renforcent progressivement la pondération de leur portefeuille en valeurs mobilières européennes<sup>158</sup>. Peu à peu, des acteurs empreints de gouvernement d'entreprise partenarial sont ainsi confrontés à des attentes exprimées par des investisseurs imprégnés de gouvernance actionnariale. L'activisme des nouveaux arrivants ébranle les habitudes de firmes plus enclines à répondre à un contrôle interne et économique qu'externe et financier.

Mais cette évolution n'est pas uniquement le fait d'un choc exogène avec l'arrivée d'acteurs économiques anglo-saxons porteurs d'un autre référentiel de gouvernement d'entreprise. En effet, elle est également animée d'une dynamique endogène. La libéralisation des économies européennes en réponse à la crise des années 1970 entraîne un développement des marchés

---

<sup>158</sup> Cf. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris, 1999, p. 225

financiers. Ceux-ci drainent de plus en plus d'épargne, sous l'impulsion des banques surtout qui orientent les ménages vers les rendements plus attractifs de la bourse *via* des produits de placement collectifs que sont notamment les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et les Fonds Communs de Placement (FCP). En France, les privatisations des années 1986-1988 des entreprises nationalisées entre 1981 et 1984 ont connu un large succès qui a amené nombre de ménages à posséder pour la première fois des actions d'entreprises cotées. L'offre de financement s'est renforcé ainsi avec la montée en puissance du nombre de petits porteurs, avec la constitution de grands opérateurs financiers européens dont les prises de participation sont avant tout à but spéculatif avant d'être industriel ou stratégique. Les marchés financiers se sont densifiés alors dans les années 1980. Plus profonds, ils deviennent plus attractifs car moins sujets à un risque d'illiquidité. Les stratégies de gestion se sont affinées, perfectionnées, complexifiées, profitant d'une grappe d'innovations financières qui développe l'emploi de produits dérivés optionnels et fermes, « classiques » puis « exotiques ». Dans le même temps, la demande de financement a suivi la tendance. Les entreprises ont fait de plus en plus souvent appel à l'épargne publique pour les ouvertures et les augmentations de capital ou pour les émissions obligataires. Plus accessibles, plus complets, plus efficaces, les marchés ont assuré le financement monétaire, obligataire et par actions d'un nombre croissant de sociétés, notamment des Petites et Moyennes Entreprises jusque là cantonnées au financement bancaire<sup>159</sup>. Les titres ont ainsi été de plus en plus souscrits sur les marchés par des investisseurs éphémères et anonymes et non par des opérateurs industriels connus et reconnus, choisis, alimentant d'autant la croissance du flottant. Les actionnaires ont disposé d'un pouvoir qui allait croissant, en mesure de sanctionner positivement ou négativement les stratégies des entreprises cotées. Dès lors, l'actionnariat majoritaire s'est fait plus sensible aux conditions de refinancement car il ne concevait plus de demeurer dans le capital pour une durée illimitée.

---

<sup>159</sup> Dans les années 1980, Michael Milken fait fortune puis faillite en assurant l'émission de *junk bonds* (obligations pourries) pour financer les PME en croissance ou des opérations de fusion et acquisition.



Mais la rencontre entre deux types de gouvernement d'entreprise n'est pas véritablement un affrontement entre deux cultures, deux conceptions de l'économie. Le modèle de gouvernance actionnariale n'est pas doté de structures historiquement invariantes. Ainsi, s'il est avéré que le gouvernement d'entreprise partenarial est influencé et amendé par la libéralisation des années 1980. Le gouvernement d'entreprise actionnarial est également l'objet d'évolutions. Le capital des entreprises, bien que s'élargissant en multipliant les recours aux financements de marché, tend à se reconcentrer entre les mains des investisseurs institutionnels, agissant pour le compte de leurs clients que sont les ménages. Deux tendances restructurent l'actionnariat, notamment en réaction aux scandales dénonçant les comportements opportunistes des dirigeants. La première voit l'apparition d'un activisme des propriétaires avec d'une part, un renforcement de la surveillance interne exercée par les contrôleurs et, d'autre part, le développement des revendications des actionnaires investisseurs qui se regroupent pour mutualiser le coût d'une surveillance du noyau stratégique (associations de petits porteurs etc.). La seconde est un mouvement de concentration des actionnaires : des parts de plus en plus importantes du capital sont détenues par quelques acteurs de grande taille. Ils stabilisent le capital des entreprises cotées<sup>160</sup> autour d'un noyau dur dans un schéma qui n'est pas sans rappeler une gouvernance plus partenariale où les propriétaires ont des objectifs à long terme, plus économiques que financiers<sup>161</sup>.

Ainsi, la gouvernance actionnariale se complète en même temps qu'elle élargit graduellement sa sphère d'influence au-delà des limites qui lui étaient jusque-là traditionnelles. Sur le plan théorique, cette tendance est expliquée par une utilisation particulière de la TPP. En effet, Donaldson et Preston identifient trois usages distincts de la théorie<sup>162</sup> :

- L'usage peut être descriptif/empirique : la théorie permet de décrire, voire expliquer les caractéristiques et les comportements des entreprises ;

---

<sup>160</sup> Cf. Masahiko Aoki, *op. cit.*, 1990, p. 16

<sup>161</sup> Cf. James P. Hawley et Andrew T. Williams, *op. cit.*

<sup>162</sup> Cf. Thomas Donaldson et Lee E. Preston, *op. cit.*, p. 70-73

- L'usage peut être normatif : la théorie permet d'interpréter la fonction de l'entreprise ;
- L'usage peut être ainsi instrumental : la TPP permet d'identifier les connections ou le manque de connections entre la réalisation des objectifs traditionnels de l'entreprise et la gestion des partenaires.

Ce dernier usage explique la convergence des modèles actionnarial et partenarial du gouvernement d'entreprise. L'attention accordée par le noyau stratégique aux attentes développées par les partenaires qui concourent à la réalisation du projet économique est un outil de création de valeur actionnariale. Cet usage de la TPP est favorablement envisagé par certains auteurs orthodoxes comme un moyen pour le dirigeant de résister aux actionnaires trop pressés<sup>163</sup>. De manière proche, pour Reed, s'il existe de réelles difficultés à fixer un ordre entre les attentes exprimées par les partenaires, les actionnaires sont les premiers acteurs, ceux dont les objectifs priment sur toutes les autres revendications<sup>164</sup>. Il reste alors au dirigeant et aux contrôlares à maintenir un équilibre entre une pression actionnariale et la qualité des relations nouées avec les acteurs non financiers du processus productif : « *Nous comprenons que les dirigeants et les administrateurs ont une obligation spéciale de fournir un retour financier aux actionnaires, mais nous comprenons également que le mot "spécial" dans ce contexte nécessite d'être tempéré par l'appréciation de certaines normes sociales fondamentales qui vont au-delà des demandes à la fois des lois et des marchés*<sup>165</sup>. » Cette interprétation est proche du point de vue développé par l'OCDE : « [...] les Principes [de gouvernance de l'OCDE] s'attachent d'abord aux problèmes de gouvernement d'entreprise résultant de la séparation entre propriété et contrôle du capital. Cela étant, l'enjeu ne se situe pas seulement dans les relations entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés, même si c'est assurément l'aspect essentiel<sup>166</sup>. »

<sup>163</sup> Cf. Michael C. Jensen, *op. cit.*, 2002, p. 245

<sup>164</sup> Cf. Darryl Reed, *op. cit.*, p. 479

<sup>165</sup> Cf. Kenneth E. Goodpaster, *op. cit.*, p. 69

<sup>166</sup> Cf. OCDE, *Principes de gouvernement d'entreprise*, www.oecd.org, 2004, p. 12

## Conclusion partielle

Le débat sur la gouvernance des entreprises se structure autour de deux paradigmes, concurrents ou complémentaires. La théorie de l'agence concentre l'attention des actionnaires sur la qualité du contrôle opéré sur le comportement et les décisions de gestion du dirigeant. Pour mieux appréhender la complexité du contrat fondamental, nous avons distingué :

- Les actionnaires contrôlares qui composent le noyau en charge de la définition de la stratégie ;
- Les actionnaires non contrôlares qui participent au financement de l'activité et du développement de l'entreprise.

Cette distinction permet de regrouper les dirigeants et les contrôlares dans le noyau en charge de la définition du projet économique. Dans une optique plus stratégique, la théorie des parties prenantes oriente l'attention du dirigeant et des contrôlares sur la création et la gestion d'un vaste portefeuille de relations qui intègre :

- Les partenaires financiers que sont les actionnaires non contrôlares ;
- Les partenaires socio-économiques que sont les clients, les fournisseurs et les salariés notamment ;
- Les partenaires citoyens que sont l'environnement sociétal et le milieu naturel.

Le noyau est auteur de la stratégie. Il cherche à influencer les partenaires qui sont acteurs de la réalisation du processus productif. Les parties prenantes primaires ou secondaires essaient de peser sur le processus de prise de décision assumé par le noyau. Elles ne définissent pas de manière positive la gestion globale de l'organisation. En effet, leurs influences respectives se définissent par un pouvoir de contestation et un pouvoir de dénigrement. Cependant aujourd'hui, les différentes pratiques de gouvernance tendent à converger vers un modèle global, sans être forcément universellement homogène. Ainsi, la gestion du projet stratégique est orientée vers la création de valeur actionnariale avec une modération qui doit concilier une réalité managériale complexe marquée par une multiplicité des partenaires financiers,

économiques, sociaux, sociétaux et écologiques dont les influences et les intérêts sont divers, parallèles et parfois contradictoires.

Mais la principale critique énoncée à l'encontre de la TPP prend le point de vue de la théorie de l'agence : comment créer un consensus sur les objectifs de l'entreprise ? Comment construire un compromis permettant de lier une grande diversité d'acteurs dont les attentes sont multiples et diverses ? Une première réponse modélise l'intégration des partenaires primaires, dont la participation est essentielle à la réalisation du projet stratégique. Toutefois, cette première solution n'est pas sans limite puisqu'elle réduit la relation d'une partie-prenante avec la firme à une relation monovariée, de nature univoque, pragmatique, c'est-à-dire matérielle à travers une rémunération en excès du coût d'opportunité. Dans la partie qui suit, nous allons approfondir le paradigme. Ce modèle cherche à fixer les moyens de construire un consensus sur les conditions de réalisation du projet stratégique à travers le concept de légitimité auprès des partenaires financiers, socio-économiques et citoyens. Le noyau stratégique disposera alors de nouvelles variables de négociation pour établir et renforcer les liens entre la firme et les acteurs de la réalisation du projet économique.

## Chapitre II

### Construction d'un modèle d'expérimentation

Le contexte actuel de la firme est marqué par une perte de confiance. Il est vrai que les illustrations de dysfonctionnements sont nombreuses. L'opportunisme de certains dirigeants est mis en exergue dans de nombreux scandales financiers qui ont détruit de la valeur pour les actionnaires, notamment les petits porteurs, fait perdre leurs emplois aux salariés et leurs contrats de vente aux fournisseurs et clients. Les sanctions du marché semblent à beaucoup couvrir des comportements déloyaux, inéquitables voire délictueux dans le traitement des relations d'échange entre les partenaires et l'entreprise aboutissant à des pertes d'utilité pour les agents, à une incompréhension des mécanismes de fonctionnement d'une organisation où la règle unique semble être qu'il n'y en a pas, à une perte de repères dans des structures économiques marquées par l'individualisme et la concurrence. Ces déséquilibres dans la gouvernance amènent nombre de parties prenantes à reconsidérer la nature et la portée de leur engagement. Un fossé se creuse entre les acteurs participant au projet économique et le noyau stratégique. Il devient nécessaire de rebâtir un consensus sur les moyens mis en oeuvre et les fins poursuivies par l'organisation. Le dirigeant et les contrôleurs sont ainsi confrontés à une crise de légitimité, c'est-à-dire à une remise en cause, non pas explicite et directe mais diffuse et évanescence, de leur pouvoir sur le projet économique, de leur capacité à créer un compromis acceptable qui décline l'intérêt général. Leur autorité est questionnée : elle ne va plus de soi, elle n'est plus naturelle, fixant le cadre des relations nouées autant par les acteurs internes au processus productif que par certains membres actifs de la société civile qui se font le relais de préoccupations sociales, sociétales et écologiques qu'ils considèrent mal prises en compte par la firme. Face à ce jeu renouvelé d'intérêts et d'influences, parfois combinées pour mieux peser, le dirigeant, et avec lui les actionnaires majoritaires qui l'ont nommé, est contraint de chercher de nouvelles réponses qui prennent la forme de discours et d'actions orientés vers la restauration d'une confiance amoindrie. Il est de plus en plus fréquent

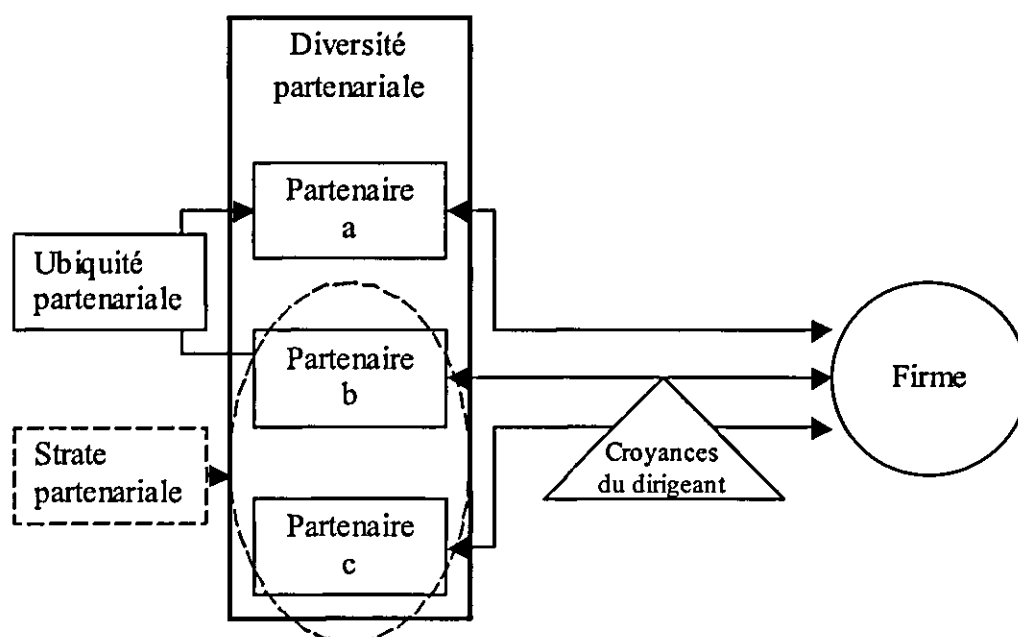
d'entendre ses pratiques s'inscrire dans un nouveau type de responsabilité, la Responsabilité Sociale et Environnementale (RSE) qui semble pouvoir fixer un nouveau type de gouvernance acceptable par tous. La gouvernance initiée par le noyau stratégique est attentive aux revendications des partenaires dans la mesure où la qualité de leur relation avec la firme est créatrice de valeur pour l'actionnaire.

Ainsi, par tâtonnement, par petites touches, par un processus d'essais-erreurs, émergent des initiatives visant à bâtir une perception plus favorable du projet stratégique, à revitaliser sa légitimité, qui peut prendre plusieurs formes auprès de tous les partenaires qu'ils soient actionnaires, socio-économiques ou sociétaux. Aussi, la question est : comment instaurer un objectif patrimonial dans un système complexe fait d'intérêts multiples, divers et parfois contradictoires ? Pour tenter d'apporter une réponse, la recherche présente une lecture stratifiée des parties prenantes, dont la diversité rime avec complexité, et propose d'identifier les facteurs explicatifs de la légitimité. A partir du cadre analytique ainsi construit, nous proposons trois typologies de gouvernements d'entreprise. Il s'agit alors pour le noyau stratégique de se positionner en matière de légitimité, dans une démarche de recherche de cohérence, et d'exercer les leviers assurant une convergence vers une gouvernance intégrée, inspirée au moins partiellement par la RSE.

# 1. Des relations complexes

La firme crée un portefeuille de relations avec des partenaires. Ces relations sont marquées par une complexité qui prend sa source dans quatre éléments : les strates qui sont des regroupements de partenaires, le nombre d'acteurs, les croyances du dirigeant et l'ubiquité des parties prenantes. La figure qui suit nous donne une représentation de la complexité des relations.

Figure 2-1 : Des relations complexes



## 1. 1. Mesure de la satisfaction des strates

Le gouvernement d'entreprise est une stratégie définie et mise en œuvre par le noyau visant à créer, à gérer et éteindre un portefeuille de relations nouées avec des acteurs financiers et économiques et, à l'extérieur des frontières économiques traditionnelles de l'organisation, avec des acteurs sociétaux. Ainsi, le dirigeant et les contrôleurs sont amenés à répondre aux attentes développées par différents acteurs que nous regroupons en autant de catégories ou strates :

- Les actionnaires qui sont les partenaires financiers, propriétaires des actions de l'entreprise dont ils avalisent la conduite globale ;
- Les partenaires socio-économiques qui sont les apporteurs d'autres ressources non financières permettant la réalisation du processus productif ;
- Les partenaires citoyens qui fixent le cadre sociétal et écologique de l'activité de la firme c'est-à-dire son milieu ou son environnement général.

### 1. 1. 1. La satisfaction de la strate actionnariale

La première strate du gouvernement d'entreprise est formée par les actionnaires. Ceux-ci sont des investisseurs qui jouent le rôle particulier du cautionnaire.

Les propriétaires abondent au capital social des entreprises pour en financer l'activité et le développement. Ils supportent ainsi un risque de nature financière dans la limite de leurs apports et parfois plus. Mais les droits de propriété (*usus, abusus et fructus*) attachés à la détention des titres de capital leur donnent également la possibilité de participer au processus de décision qu'ils partagent avec le dirigeant-agent. En effet, si ce dernier exerce des fonctions décisionnaire et opérationnelle par ses pouvoirs de capacité et de consensus<sup>167</sup>, les actionnaires interviennent par leur fonction de contrôle (ratification et surveillance). Parmi les propriétaires de parts du capital de l'entreprise, les contrôlares forment un bloc spécifique qui détient une part significative, si ce n'est la majorité, des titres de capital et des droits de vote. Ces grands actionnaires bénéficient ainsi de l'effectivité du pouvoir de propriété. Les autres catégories d'actionnaires se limitent le plus souvent à un rôle d'apporteurs de ressources capitalistiques. Leur ralliement à un projet stratégique est dès lors très largement conditionné à l'adhésion par le noyau à un modèle de gouvernement d'entreprise orientée vers la création de valeur pour les actionnaires dans une perspective temporelle relativement courte.

---

<sup>167</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *Les groupes industriels*, éditions Economica, Paris, 1986, 187 pages



Toutefois, le rôle du dirigeant à l'égard de l'ensemble des propriétaires, dans le cadre d'une relation d'agence marquée par une situation d'asymétrie informationnelle, demeure la création de valeur à long terme. La norme de satisfaction pour les actionnaires relève du déséquilibre entre la rentabilité obtenue de leur investissement ( $R_a$ ) et le taux requis ajusté au risque selon les conditions fixées par les marchés de capitaux ( $k_a$ ) :

$$R_a - k_a = 0$$

Le différentiel de taux positif constitue le *spread* actionnarial (SA). Il est la mesure de la création de valeur actionnariale par la firme. La conformité de la performance assure au dirigeant la prolongation de son mandat à la tête de la firme. Dans le cas inverse, où le différentiel de taux est négatif, il y a destruction de valeur actionnariale. Elle résulte d'une inefficacité générale du projet économique qui est incapable d'afficher des revenus nets de risque ou d'un captage de valeur en excès du coût d'opportunité au profit d'autres partenaires socio-économiques ou des acteurs du noyau stratégique (transfert de valeur), dans le cas notamment d'une collusion entre le dirigeant et les contrôleurs au détriment des petits porteurs. Cette norme de création de valeur est une contrainte de nature fiduciaire, dans la mesure où, en tant que rémunération des capitaux, elle n'est pas fixée contractuellement entre le dirigeant et les actionnaires. Elle permet ainsi d'évaluer les capacités d'un dirigeant à gérer et à représenter les intérêts des actionnaires en détectant des projets d'investissement à valeur actualisée nette positive. La transgression de cette norme aboutit à une remise en cause des compétences du management. Le contrôle des actionnaires est renforcé dans l'attente d'une amélioration de la performance. Dans le cas extrême, le dirigeant est évincé au profit d'un nouveau dirigeant sélectionné sur le marché de l'emploi du dirigeant.

### 1. 1. 2. La satisfaction de la strate partenariale

La deuxième catégorie d'acteurs est formée par les partenaires socio-économiques mobilisés pour réaliser le projet défini par le noyau stratégique.

Ces parties prenantes primaires apportent des ressources productives, sont des facilitateurs ou utilisent les biens ou services produits. Elles ont ainsi pour caractéristique d'être en interaction directe et volontaire avec le projet stratégique<sup>168</sup>. En effet, elles opèrent sa mise en œuvre, peuvent l'influencer par le biais des incitations autant qu'il peut les influencer elles-mêmes. Ces partenaires poursuivent des objectifs spécifiques de satisfaction en relation avec la nature et la portée de leur contribution au projet. Les membres de ce groupe influencent le noyau par l'exercice d'un pouvoir de contestation. L'expression ultime de ce pouvoir est le désengagement, c'est-à-dire l'extinction de la relation avec la firme dans la mesure où le prix explicite fixé est inférieur au coût d'opportunité des partenaires. Ceux-ci sont ainsi en mesure de sanctionner le dirigeant par une remise en cause de ses compétences, c'est-à-dire de sa capacité à instaurer un consensus acceptable sur les conditions de réalisation du projet stratégique. Dans ce cadre, le rôle du manager est à la fois de créer et dynamiser les contrats d'association assurant la viabilité du processus productif à travers la construction d'un avantage concurrentiel sur les marchés des biens et des services. L'entreprise se définit ainsi comme un « nœud de contrats<sup>169</sup> ».

Notre interprétation de la TPP comme une généralisation de la théorie de l'agence<sup>170</sup>. L'organisation du projet économique revient alors à créer et gérer un portefeuille de partenariats où chaque partie prenante est l'objet d'une incitation à collaborer. La gouvernance donne ainsi un cadre formalisant la

---

<sup>168</sup> Cf. Samuel Mercier, « L'apport de la théorie des parties-prenantes au management stratégique : une synthèse de littérature », *Actes de la Xe Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, 13-15 juin 2001, Québec, 24 pages

<sup>169</sup> Cf. Michael C. Jensen et William H. Meckling, « Theories of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, n° 4, p. 305-360 et Oliver E. Williamson, « The Firm as a Nexus of Treaties », *The Firm as a Nexus of Treaties*, éditions Sage, London, 1990

<sup>170</sup> Cf. Kenneth E. Goodpaster, « Business Ethics and Stakeholder Analysis », *Business Ethics Quarterly*, 1991, vol. 1, n° 1, p. 53-73

recherche par le dirigeant non pas d'un seul équilibre coopératif au sein de l'entreprise entre salariés et actionnaires tel que défini par Aoki au début des années 1980<sup>171</sup> mais d'un ensemble d'équilibres coopératifs entre plusieurs partenaires. Notre modèle s'inscrit également dans un usage instrumental de la TPP L'objectif ultime de la firme demeure la maximisation de la valeur actionnariale à *long terme*. Cette finalité, dans sa définition comme dans sa réalisation, est toutefois conditionnée par la contrainte d'une satisfaction minimale des attentes émises par des acteurs non-détenteurs du capital de la firme<sup>172</sup> mais dont la participation est essentielle à l'objectif de gestion<sup>173</sup>.

En reprenant l'approche développée par la théorie financière où la création de valeur se définit comme l'excédent de rémunération par rapport au coût d'opportunité fixé sur les marchés de biens et services par confrontation libre de l'offre et de la demande, les partenaires socio-économiques posent une norme de satisfaction qui se mesure par le déséquilibre entre le prix payé pour la fourniture de ressources ( $R_p$ ) et le prix minimal en deçà duquel la relation cesse ( $k_p$ ) :

$$R_p - k_p = 0$$

Pour les clients, la relation est inverse :

$$k_p - R_p = 0$$

Le différentiel de taux positif constitue le *spread* partenarial (SP). Il est la mesure de la création de valeur pour le partenaire. Cet écart est multidimensionnel car il ne se limite plus à la valeur actionnariale mais s'élargit à la valeur captée dans la relation avec tous les partenaires qu'ils soient apporteurs de ressources financières, productives, industrielles ou

---

<sup>171</sup> Cf. Masahiko Aoki, « Equilibrium Growth of the Hierarchical Firm : Shareholder-Employee Cooperative Game Approach », *American Economic Review*, December, 1982, vol. 72, n° 5, p. 1097-1110

<sup>172</sup> Cf. Gérard Charreaux et Philippe Desbrières, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, 1998, vol. 1, n° 2, p. 57-88

<sup>173</sup> Cf. Michael C. Jensen, « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, April, 2002, vol. 12, n° 2, p. 235-256

commerciales. Le cas inverse, où la différence est négative, marque une destruction de valeur partenariale. L'insuffisance de rémunération apportée à un ou plusieurs acteurs peut amener une réponse passive de démobilisation ou une réplique plus active de contestation des conditions de participation pouvant déboucher sur le retrait d'un ou plusieurs membres de la coalition, c'est-à-dire l'extinction d'une relation. Cette perturbation peut gêner, altérer, entraver ou stopper le processus productif et ainsi induire des conséquences sur la rémunération versée à d'autres acteurs appartenant à la même strate ou aux actionnaires.

### 1. 1. 3. La satisfaction de la strate citoyenne

De nouveaux partenaires, qui ne contribuent pas directement au processus de production mais qui peuvent être touchés par celui-ci à travers des effets de débordements, cherchent à faire reconnaître leurs attentes par le noyau stratégique.

Ainsi, les entreprises sont de plus en plus souvent soumises à une pression qui veut les voir endosser une responsabilité plus large, globale, sans doute à la mesure de leur influence croissante dans les sociétés capitalistes libérales, pour les éventuels dommages sociétaux<sup>174</sup> et écologiques occasionnés par leur activité. En effet, les environnements humain et naturel sont affectés par l'existence et le développement d'une entreprise. Dans ce contexte, à la frontière économique du processus productif, surgissent de nouveaux risques dont la survenance peut avoir un impact important sur la performance organisationnelle ou, pis, menacer la pérennité du projet stratégique. Dans une conception de l'entreprise comme système à l'infrastructure ouverte, la gestion du projet stratégique doit prendre en charge l'élaboration d'un flux d'échange entre l'entreprise et des parties prenantes secondaires ou partenaires sociétaux qui constituent l'écosystème et dont la contribution est passive et

---

<sup>174</sup> Pour éviter toute confusion, le terme « social » sera exclusivement repris dans la strate partenariale tandis que le terme « sociétal », dont le sens est plus proche du mot anglais « *social* » par sa portée très large, sera affecté à la strate citoyenne.

involontaire<sup>175</sup>. L'entreprise exerce ainsi un rôle de développeur mais également de pollueur car, par son existence même, elle asservit la nature, porte atteinte et corrompt les milieux qui l'entourent.

L'objectif pour un modèle économique est alors de parvenir à concilier parallèlement les trois impératifs différents que sont la croissance, le progrès social et la préservation de l'environnement. Pour la firme, la prise de conscience de sa responsabilité dans le champ sociétal amène à concevoir une responsabilité citoyenne, englobante puisqu'elle contient tout à la fois des obligations financières (normes de présentation des documents comptables, déontologie financière<sup>176</sup> etc.), économiques (éthique des affaires, équité, conditions de travail des salariés, protection du consommateur etc.), sociales (mécénat, sponsoring etc.) et écologiques (mise aux normes environnementales des installations industrielles, économies d'énergie etc.). Cette prise en compte d'un impact global de l'activité de l'entreprise sur ses différents partenaires qui la composent favorise l'émergence d'une gouvernance citoyenne qui prend la forme de discours, de structures et pratiques signifiantes, porteuses de sens, notamment dans le cadre de la RSE qui est l'expression de l'intégration dans la gouvernance des organisations du « développement durable<sup>177</sup> » qui est un développement « *qui répond aux besoins des générations présentes sans compromettre les capacités des générations futures à répondre à leurs propres besoins* ». Le rôle du manager est alors de rendre compte aux autorités et à la société civile du respect de normes mais aussi de persuader la communauté d'une gestion rationnelle des risques encourus et de la rassurer sur la prise en considération des atteintes subies par les environnements. Ainsi, l'entreprise s'engage à *faire mieux* que ses concurrents œuvrant dans le même secteur d'activité<sup>178</sup> en alimentant la reconstitution des ressources renouvelables captées pour la réalisation du projet stratégique et en économisant les ressources non renouvelables détruites par le processus de production.

---

<sup>175</sup> Cf. Samuel Mercier, *op. cit.*

<sup>176</sup> La loi française sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE) impose aujourd'hui aux entreprises cotées d'émettre un rapport social et environnemental.

<sup>177</sup> Cf. Rapport Brundtland, Commission Mondiale pour l'Environnement et le Développement (CMED), 1987

<sup>178</sup> Et ce, pour combler un biais sectoriel tant il est vrai qu'il est plus facile pour une entreprise de services aux personnes d'apparaître moins polluante qu'une firme appartenant au secteur de l'industrie lourde.

L'objectif est alors d'obtenir et gérer une paix citoyenne, c'est-à-dire un consensus autour des conditions de réalisation du projet stratégique présentées auprès de tous les partenaires directement ou indirectement impliqués dans le processus de production, au mieux, comme un bien et, au pire, comme un mal nécessaire.

Toutefois, pour la théorie financière, il n'y a création de valeur par l'organisation que si le prix explicite versé par un acteur est supérieur au coût d'opportunité. Dans le cas des parties prenantes sociétales, il n'y a donc satisfaction que si les retombées sociétales et écologiques du projet, le prix explicite payé par la firme ( $R_c$ ) pour utiliser les ressources, prévenir, ménager l'éco-système et compenser la pollution, excède les attentes relatives des agents de la strate, assimilées à un coût d'opportunité ( $k_c$ ) :

$$R_c - k_c = 0$$

Le différentiel positif constitue le *spread* citoyen (SC). Il est la mesure de la création de valeur citoyenne captée par la société. Dans ce cas, la pérennité du projet est assurée jusqu'à ce que présente la nécessité d'un nouvel ajustement des termes de l'échange. Le dirigeant obtient et gère ainsi un consensus sur les conditions de mise en œuvre du projet stratégique. Dans le cas inverse, la sanction pour le processus productif peut prendre la forme d'une campagne de dénigrement par les éléments militants de la société civile. En effet, cette ingérence d'éléments extérieurs au jeu économique, qui ne se situent pas dans un mécanisme d'affrontement concurrentiel mais dans une optique politique, hors marché, est source de perturbation dans la chaîne de création de valeur et a donc la capacité de freiner la performance organisationnelle. Toutefois, si cette équation est adaptée à des acteurs s'inscrivant dans une démarche transactionnelle commune, pour lesquels l'objet de transaction est clair et compréhensible, il n'en va pas de même pour les échanges réalisés entre la firme et les partenaires de la strate citoyenne.

En effet, au niveau sociétal, à la frontière économique du projet stratégique, deux difficultés surgissent pour fixer les conditions de l'échange.

La première porte sur la distinction entre les parties prenantes – muettes dans la mesure où elles n’expriment pas directement leurs revendications – et les media citoyens relais de leurs attentes auprès du management. Si le coût d’opportunité d’une transaction est ressenti directement sans être le plus souvent évalué ou même précisément mesuré par les parties prenantes sociétales, il n’est par contre exprimé qu’à travers des intercesseurs médiatiques, ce qu’on appellera des « media citoyens » (mass media, Organisations Non Gouvernementales, Etat, collectivités locales, opinion publique, syndicats...) qui ne sont pas directement bénéficiaires de cette transaction. Ainsi, la poursuite de la transaction ne dépend pas d’un intérêt conjoint des acteurs et de la firme lié aux conséquences de la transaction, mais de la capacité de blocage de la transaction de ces agents qui militent pour la défense des intérêts des partenaires sociétaux. L’intérêt de cette distinction est de comprendre le jeu des relations avec les parties prenantes sociétales. En effet, il peut exister une concurrence entre les ONG sur une thématique voire une complète opposition, certaines militant en faveur d’une politique, d’autres au contraire la dénonçant explicitement et directement. Un exemple est donné récemment par Microsoft<sup>179</sup>. En avril, sous la pression de lobbies religieux américains, baptistes notamment, le leader mondial de l’informatique annonce son intention d’abandonner les mesures étendant aux couples homosexuels les avantages sociaux consentis aux couples hétérosexuels. Au sein de l’entreprise, la décision n’a pas fait l’unanimité et les réactions sont fortes. Ainsi, en quelques jours, la mobilisation des salariés aidés par des associations de soutien aux droits des homosexuels (*media citoyens*) a obligé la direction à revenir sur sa décision. Nous avons une illustration à la fois de la nécessaire hiérarchisation des acteurs et de l’opposition parfois directe des vues développées par les différentes parties prenantes (société civile à travers les baptistes et salariés) et les media citoyens qui en défendent les intérêts (société civile à travers les *media citoyens* anti et pro-homosexuels).

Le second problème apparaît lors du processus de fixation du prix. La détermination du prix minimal requis pour poursuivre la transaction peut en

---

<sup>179</sup> Cf. Libération, « Bug gay chez Microsoft », 9 mai 2005

effet échapper à toute référence au mécanisme de marché traditionnel et dépend de la nature des ressources utilisées. Pour les ressources renouvelables, le coût d'opportunité est non seulement mesurable mais également fini puisqu'une solution réside dans la confusion entre coût d'opportunité et coût de reconstitution. Dès lors, le prix payé par la firme peut être représenté par les reversements en excédent des prélèvements qu'elle effectue auprès des environnements (par exemple : le mécénat artistique et culturel, le sponsoring, les subventions aux associations, les programmes de reboisement, de décontamination, de dépollution). Notons d'ailleurs que ce prix est souvent payé après la transaction (notamment s'agissant de programme de dépollution ou de reclassement social des salariés licenciés). Son montant tient en ce cas à la capacité de la firme à faire admettre sa possibilité de payer plus tard (par reconstitution volontaire de la ressource) une ressource utilisée dès maintenant. Par contre, pour les ressources non renouvelables (énergies fossiles telles que le gaz et le pétrole), la difficulté demeure importante. En effet, celles-ci impliquent un coût d'opportunité au mieux difficilement évaluable et plus probablement encore illimité, leur rareté augmentant au fur et à mesure des prélèvements. Au mieux, le coût d'opportunité des ressources non renouvelables est mesuré par des mécanismes de marché qui confrontent, schématiquement, le volume de la demande et le coût de production margé compte tenu des conditions présentes de l'extraction.

Mais le marché n'est alors qu'une institution permettant de retarder en même temps que de gérer une pénurie annoncée et inéluctable. Ainsi, le prix actuel de l'essence à la pompe ne reflète en rien les efforts futurs qui sont ou qui devront être entrepris pour trouver une énergie de substitution (investissement en recherche et développement, modification des chaînes logistiques etc.). Toutefois, de manière générale, que ce soit pour les ressources renouvelables ou non renouvelables, le prix payé par l'entreprise et estimé par les media citoyens s'avère être une convention, c'est-à-dire une estimation de ce qu'il est convenu de payer dans un cas échappant au marché. Ce prix requis pour l'utilisation de ressources sociales ou naturelles est soumis à une importante incertitude et à de fortes variations. La convention peut en effet évoluer au cours de la transaction, voire être différente au même moment selon



le contexte culturel. Ainsi, ce prix peut être négligeable dans le cas d'une faible sensibilité des *media* citoyens malgré une perte avérée des parties prenantes qu'ils sont censés représenter, puis rapidement élevé si, au cours de ses actions économiques, l'entreprise s'attire les foudres de l'opinion publique alertée. Aussi, pour capter de la valeur, la société impose à l'entreprise de se conformer à des conventions désignant les ressources qu'il est possible d'exploiter, celles qui doivent rester inaccessibles, mais également, et surtout, la manière de les prélever, et, enfin, en déterminant les restitutions possibles. Mais, dans la mesure où les reconstitutions interviennent après consommation, la firme doit également donner des gages de paiement pour assurer de son adhésion au système conventionnel. L'ensemble du système de création de valeur apparaît dès lors fondé sur la crédibilité de l'engagement de l'entreprise dans des conditions d'exploitation de ressources et de remboursement acceptables pour la société civile.

L'entreprise, pour favoriser une répartition qui profite à la société, où le prix payé est supérieur au coût d'opportunité tout en assumant la contrainte du respect des conventions, doit donc donner des gages de son intention effective de payer un prix minimal pour l'exploitation de la ressource. L'entreprise est ainsi appelée à passer par une « épreuve de légitimité<sup>180</sup> ». Par exemple, les partenaires, dans le cadre de la nouvelle convention institutionnalisée sous le terme de RSE, s'attendent à ce que l'entreprise dresse à intervalle régulier un bilan sociétal et environnemental de ses actions conformes à des critères définis par la communauté et à l'aune desquels les projets et réalisations de l'entreprise sont évalués. La crédibilité doit pouvoir être estimée sur la base de normes reconnues par l'ensemble des acteurs participant à la création et au respect des conventions sociales. Toutefois, la construction de nouveaux référentiels de gouvernance est un exercice qui n'est pas sans limites, mettant en exergue notamment l'absence de consensus sur la définition de normes sociétales communes à l'échelle des marchés des capitaux internationaux. En effet, la sensibilité aux problèmes sociaux ou sociétaux est variable selon les pays et les continents.

---

<sup>180</sup> Cf. Luc Boltanski et Laurent Thévenot, *De la justification*, éditions Gallimard, Paris, 1991, p. 216

#### 1. 1. 4. Un équilibre complexe

La difficulté du gouvernement d'entreprise est de construire et gérer une coordination entre des parties prenantes de différentes natures (financière, économique, sociale, sociétale), développant des attentes multiples (rémunération, pérennité, croissance, développement etc.) inscrites dans des horizons temporels divers (court, moyen et long terme). Cette coordination se fonde par la mobilisation par le noyau stratégique de moyens propres à chaque type de parties prenantes, avec l'objectif de créer un processus productif efficace où la contribution de chacun s'insère dans la réalisation de l'objectif ultime de création de valeur pour l'actionnaire. En d'autres termes, le gouvernement d'entreprise doit se définir et évoluer dans un système complexe pour faire accepter ses décisions de gestion, ses sanctions, ses arbitrages entre les intérêts exprimés. La gouvernance est ainsi fondée sur une légitimité spécifique, c'est-à-dire un système cohérent de règles et de conventions reconnues et acceptées par l'ensemble des partenaires en présence.

A partir de cette trame présentant les partenaires du projet, leurs caractéristiques, leur influence, leur pouvoir, leur intérêt et la nature de leur lien avec la firme, le gouvernement d'entreprise apparaît comme une fine alchimie équilibrant les participations et les revendications de nombreux acteurs dont les fonctions d'utilité sont multivariées, différentes, parallèles voire parfois contradictoires. Dans ce jeu complexe et instable sans cesse remis en cause par les évolutions des marchés financiers qui exercent une pression sur le dirigeant et les contrôlaires, par le jeu concurrentiel sur les marchés des biens et de services, par les conventions sociales qui pèsent sur l'organisation, la frontière entre cercle vertueux et entropie est souvent un chemin vicinal, aussi étroit que bosselé. L'enjeu général en est la rentabilité de l'entreprise, à travers le temps. Aussi, il nous faut préalablement nous arrêter sur quelques sources de complexité du gouvernement d'entreprise.

## 1. 2. Diversité, pouvoir et ubiquité

Notre modèle intègre une réalité complexe marquée par la multitude des acteurs impliqués ou concernés par le processus productif, par le rôle du noyau stratégique et particulièrement du dirigeant et par l'ubiquité des partenaires.

### 1. 2. 1. Le nombre d'acteurs

La première complexité est sans nul doute la multiplicité de partenaires mobilisés pour ou concernés par le projet stratégique : qui sont les partenaires ? Et plus encore, quelles sont les parties prenantes importantes, celles dont la participation dans des conditions mutuellement satisfaisantes est indispensable au bon fonctionnement de la chaîne de création de valeur ?

La difficulté vient d'abord de la nécessité d'attirer et de sélectionner les acteurs, ce qui revient à allécher les actionnaires les plus patients par les perspectives de rentabilité à terme, à choisir les salariés compétents sur le marché du travail, à définir les cibles marketing solvables et par-là même à séduire les clients actuels et potentiels de l'entreprise sur les marchés en aval de la chaîne de création de valeur, à désigner les fournisseurs de qualité sur les marchés en amont, et à déterminer la localisation de la production et donc les interlocuteurs étatiques, territoriaux et locaux bienveillants qui interagiront de manière profitable avec le processus productif à la frontière économique du projet stratégique. Cette complexité repose à la fois sur le nombre croissant de parties prenantes auxquelles l'entreprise peut être confrontée et sur la multiplication des modes d'expression de ces parties prenantes. Ainsi, par exemple, tandis qu'émergent des partenaires « sociétaux<sup>181</sup> », les actionnaires ont davantage de moyens pour s'exprimer et influencer le projet stratégique de l'entreprise<sup>182</sup>. L'accroissement du nombre d'acteurs susceptibles d'influencer par des moyens plus divers le projet stratégique se traduit par deux problèmes

---

<sup>181</sup> Cf. Alain-Charles Martinet et Emmanuelle Reynaud, « Shareholders, stakeholders et stratégie », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 2001, p. 12-25

<sup>182</sup> Cf. Pierre-Yves Gomez, *La république des actionnaires : le gouvernement des entreprises, entre démocratie et démagogie*, éditions Syros-Alternatives Economiques, Paris, 2001, 216 pages

pour le dirigeant. Le premier est de trouver un sentier de croissance permettant d'éviter les conflits avec des parties prenantes dont les attentes et les intérêts sont multiples, différents, parfois opposés, souvent divergents. A travers cette première question, la question de la légitimité de l'équipe dirigeante est posée. Mais il faut également concilier les volontés et compétences de tous autour d'un projet de développement qui sera d'autant plus riche que de multiples parties prenantes y collaborent. Le problème de la gouvernance d'entreprise comme capacité à mobiliser les acteurs autour de la définition et la réalisation du processus productif est ici souligné.

L'organisation de la gouvernance passe ainsi par l'ordonnement des acteurs liés fiduciairement (les actionnaires), contractuellement (partenaires socioéconomiques) et conventionnellement (les parties prenantes environnementales) à la firme. Cette étape prend la forme d'une reconnaissance de l'importance relative de chaque partenaire pour son apport au processus productif. Ceci amène à la hiérarchisation des éléments du portefeuille de contrats que constitue l'organisation. Le dirigeant porte ainsi une attention dont la rapidité, la persistance et l'intensité sont variables selon les parties prenantes. Mais la reconnaissance de l'intérêt d'un partenaire, c'est-à-dire son influence sur le projet stratégique est une donnée dynamique<sup>183</sup> : flottante, elle est susceptible de réévaluations selon les fluctuations organisationnelles, industrielles, commerciales, économiques, sociales, sociétales ou écologiques. Elle se structure également autour de nombreux paramètres sur lesquels la littérature tend à s'accorder. La hiérarchie des parties prenantes est contingente au secteur d'activité de la firme<sup>184</sup>. En effet, parce que les partenaires sont diversement sollicités selon le type de production de l'entreprise, leur influence auprès de la firme varie également. Par exemple, le secteur tertiaire est sans doute moins concerné par l'environnement naturel que les secteurs primaire et secondaire, du moins dans la perception actuelle susceptible, on l'a noté, de réévaluations aussi importantes que rapides. En 1979, Carroll fait ainsi la distinction théorique entre les services bancaires et

---

<sup>183</sup> Cf. Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle et Donna J Wood, *op. cit.*, p. 854

<sup>184</sup> Cf. Jacques Lauriol, « Le développement durable à la recherche d'un corps de doctrine », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, 2004, vol. 30, n° 152, p. 137-150

l'industrie<sup>185</sup>. De même, dans une recherche empirique, Holmes, en 1976, interroge 192 des 800 entreprises américaines du classement de l'année 1974 du magazine Fortune pour obtenir leurs opinions sur la responsabilité sociale et environnementale en 1970, en 1975 et leurs prévisions pour 1980<sup>186</sup>. Si elle ne parvient pas à déterminer de différence significative entre les trois périodes révélant une certaine stabilité du concept auprès des firmes, elle détecte, par contre, des différences d'opinions par secteur.

Deux ans plus tard, Preston, Rey et Dierkes procèdent de manière similaire pour recueillir les représentations de la RSE en cours dans les plus grandes entreprises de quatre grandes économies que sont l'Allemagne, la France, le Canada et les Etats-Unis<sup>187</sup>. Les résultats obtenus sont doubles : il existe des différences internationales de conception de la RSE mais également selon le secteur d'activité, révélant une pression des partenaires et une reconnaissance par le noyau différenciée selon l'activité de la firme. Plus récemment, en 2003, Simerly évalue les valeurs du management et leur impact sur le comportement des entreprises en utilisant la base de données sociales KLD<sup>188</sup>. Les pratiques des sociétés testées sont ensuite placées sur une des cinq échelles de Likert représentant les cinq dimensions de la performance sociale que sont la qualité du produit, les relations avec les salariés, la diversité des employés, l'environnement naturel et la communauté. Le chercheur conclut à l'existence de comportements propres à chaque secteur entre les entreprises chimiques et pétrolières d'une part et des entreprises électroniques et informatiques d'autre part. Ce biais sectoriel est également mentionné comme une des limites à la généralisation des enseignements tirés d'expérimentations multisectorielles<sup>189</sup>, militant en cela en faveur des analyses monosectorielles.

---

<sup>185</sup> Cf. Archie B. Carroll, « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance », *Academy of Management Review*, October, 1979, vol. 4, n° 4, p. 501

<sup>186</sup> Cf. Sandra L. Holmes, « Executive Perceptions of Corporate Social Responsibility », *Business Horizons*, June, 1976, p. 34-40

<sup>187</sup> Cf. Lee E. Preston, Françoise Rey et Meinolf Dierkes, « Comparing Corporate Social Performance : Germany, France, Canada and the U.S. », *California Management Review*, Summer, 1978, vol. 20, n° 4, p 40-49

<sup>188</sup> Cf. Roy L. Simerly, « An Empirical Examination of the Relationship between Management and Corporate Social Performance », *International Journal of Management*, September, 2003, vol. 20, n° 3, p. 353-359

<sup>189</sup> Cf. Shawn L. Berman, Andrew C. Wicks, Suresh Kotha et Thomas M. Jones, « Does Stakeholder Orientation Matter ? The Relationship between Stakeholder Management Models

De même, la taille de l'entreprise est également un facteur qui joue. Plus l'organisation est grande, que ce soit par le chiffre d'affaires, par la capitalisation boursière, par le total des actifs du bilan ou par le nombre de salariés, plus les attentes qui lui sont adressées sont nombreuses. Ainsi, une firme multinationale présente dans différents pays est amenée à gérer quantitativement plus de relations avec différents intercesseurs médiatiques, avec une série de partenaires qui ne parlent d'ailleurs pas forcément d'une même voix. Par exemple, il n'existe pas de syndicat mondial représentant tous les salariés d'une entreprise dont les activités peuvent être réparties un peu partout à travers le monde, fixant un interlocuteur unique de la direction en matière de relations avec le personnel. De même, la multiple cotation sur les marchés financiers, typiquement sur des places américaine et européenne, entraîne une agrégation des actionnariats par pays et donc la création de plusieurs associations de défense des intérêts des petits porteurs dont les conceptions en termes de gouvernance ne sont pas forcément uniformes. Mais l'effet est également qualitatif : la notoriété attire l'attention des *media* citoyens sur les conditions économiques, sociales et environnementales de réalisation du projet stratégique. Les grandes firmes sont ainsi relativement plus surveillées que leurs concurrentes de taille réduite. Dès 1978, la recherche note à ce titre que des différences en termes de responsabilité sociale et environnementale s'expliquent par la taille de l'organisation<sup>190</sup>. En 2001, McWilliams et Siegel admettent comme donnée cette caractéristique dans leur tentative de bâtir une théorie de la firme intégrant la RSE à travers une analyse coût/avantage<sup>191</sup>.

### 1. 2. 2. Le pouvoir du dirigeant

Les valeurs du dirigeant peuvent également impacter la reconnaissance des partenaires. Dans une étude de référence, Carroll segmente la

---

and Firm Financial Performance », *Academy of Management Journal*, October, 1999, vol ; 42, n° 5, p. 488-56

<sup>190</sup> Cf. Lee E. Preston, Françoise Rey et Meinolf Dierkes, *op. cit.*, p. 48

<sup>191</sup> Cf. Abigail McWilliams et Donald Siegel, « Corporate Social Responsibility : A Theory of the Firm Perspective », *Academy of Management Review*, January, 2001, vol. 28, n° 1, p. 117-127

responsabilité du dirigeant en quatre éléments non exclusifs formant un continuum poreux<sup>192</sup> :

- La « responsabilité économique » qui impose de se conformer aux lois du marché, c'est-à-dire de produire et vendre des biens et services avec profit ;
- La « responsabilité légale » qui oblige à produire dans l'obéissance des lois fixées par le corps politique ;
- La « responsabilité éthique » qui contraint la firme à organiser son activité dans le respect des conventions sociales en vigueur ;
- La « sensibilité discrétionnaire » est une obligation non plus extérieure mais propre au dirigeant qui impose volontairement des limites à son comportement dans la poursuite de son objectif de gestion de création de valeur actionnariale.

Ainsi, dans une recherche monosectorielle qui soumet 131 dirigeants de l'industrie chimique à un questionnaire sur l'attention portée aux problématiques communautaires (traitement des minorités, philanthropie et bénévolat), politiques (dons, lobbying auprès des autorités locales) et récurrentes (santé et sécurité des salariés, protection de l'environnement), Scharfman montre que la sensibilité discrétionnaire est engagée. Le processus d'identification des problèmes urgents montre ainsi une dépendance au système de valeurs du management<sup>193</sup>. Simerly valide également l'hypothèse que le système de valeurs du dirigeant a un impact sur le comportement de la firme. Une entreprise peut donc augmenter sa performance organisationnelle auprès de ses partenaires, notamment environnementaux, en recrutant sur le marché de l'emploi des dirigeants qui marquent une réceptivité particulière aux évolutions sociétales et écologiques<sup>194</sup>. La difficulté est que les valeurs de la société évoluent également. Le trait est d'autant plus important qu'il s'intègre dans un contexte de retrait relatif de l'Etat. La firme est ainsi en prise directe avec un système de valeurs non marchandes, avec un fonctionnement hors

---

<sup>192</sup> Cf. Archie B. Carroll, « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance », *Academy of Management Review*, October, 1979, vol. 4, n° 4, p. 497-505

<sup>193</sup> Cf. Mark P. Sharfman, « The Effects of Managerial Values on Social Issues Evaluation : An Empirical Examination », *Academy of Management Proceedings*, 1997, p. 416-420

<sup>194</sup> Cf. Roy L. Simerly, *op. cit.*, p. 358

marché non concurrentiel, avec des modèles d'évaluation conventionnels implicites et qualitatifs qui lui sont largement étrangers, dans leur émergence comme dans leur fonctionnement. L'affaiblissement de la sphère politique met dès lors l'entreprise en contact direct avec la société civile sans sas<sup>195</sup>, sans précaution et parfois non sans surenchère par de virulents intercesseurs médiatiques. Un exemple parmi les plus courants est la prise de conscience des problèmes touchant l'environnement naturel au cours des années 1970 et débouchant dans les années 1970 sur la création d'une législation environnementale, mais également comme mouvement plus sociétal, plus diffus, composé d'une multitude d'ONG.

Aujourd'hui, les dirigeants sont ainsi de plus en plus confrontés à des attentes de la société civile notamment en matière d'économie d'énergie, de rationalisation des consommations de ressources naturelles, de limitation des pollutions ou d'une communication d'entreprise axée sur la préservation des ressources naturelles. La prise en compte de ses nouvelles demandes écologiques constitue un défi pour le noyau stratégique qui doit adapter sa communication pour affirmer et convaincre de sa conformation aux conventions sociales, de plus en plus souvent dans un contexte international qui, justement, n'est pas porteur d'un consensus global. Un exemple plus récent est également l'affirmation d'une revendication altermondialiste porteuse d'une attente sociétale qui, quelques années auparavant, se serait peut-être davantage tournée vers l'Etat providence sans ressentir, notamment en France, la nécessité de se structurer en vaste mouvement de contestation qui peut déployer un important pouvoir de dénigrement.

### 1. 2. 3. L'ubiquité des parties prenantes

L'ubiquité des parties prenantes est une caractéristique souvent notée<sup>196</sup> mais dont l'analyse des implications reste à faire.

---

<sup>195</sup> Cf. Alain-Charles Martinet et Emmanuelle Reynaud, « Shareholders, stakeholders et stratégie », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 2001, n° 136, p. 12-25

<sup>196</sup> Cf. Edward R. Freeman et David L. Reed, « Stockholders and Stakeholders : A New Perspective on Corporate Governance », *California Management Review*, Spring, 1983, vol. 25, n° 3, p. 93



En effet, de plus en plus d'agents qui autrefois exerçaient une ou deux fonctions au plus dans le processus productif peuvent aujourd'hui lui accorder plusieurs contributions au sein d'une même strate, deux voire trois strates. La fonction d'utilité des différentes catégories de parties prenantes en est directement affectée : de monovariée ou du moins où une variable était très largement prédominante, elle devient multivariée avec une concurrence parfois importante entre certaines sources de satisfaction. Par conséquent, le jeu des influences croisées devient plus sophistiqué. Les intérêts et les pouvoirs se modifient, se superposent, se densifient, amenant le dirigeant à faire face à des effets de seuils : là où récemment, un problème pouvait être jugé mineur, il peut tout à coup prendre des proportions importantes car repris par d'autres partenaires dans la définition de leur relation avec le projet économique. Mais l'ubiquité de certains acteurs est un trait ancien dans le gouvernement des entreprises relevant notamment du capitalisme rhénan fondé sur la paix sociale. Ainsi, les salariés sont également les clients dans une configuration qui assure l'équilibre de type fordien entre production de masse et consommation de masse. Les concurrents, fournisseurs ou distributeurs sont aussi actionnaires pour assurer la stabilité du capital à travers le mécanisme des participations croisées.

La nouveauté au virage des années 1990/2000 tient toutefois à l'émergence de nouveaux acteurs ubiquistes de plus en plus puissants, de plus en plus difficiles à gérer pour le dirigeant. Ainsi, certains partenaires abondent au capital tout en demeurant par ailleurs des membres de catégories de parties prenantes socio-économiques et/ou sociétaux. Certains mécanismes de gouvernance ont, il est vrai, puissamment contribué à rebattre les intérêts et les influences des agents. Prenons pour exemple l'actionnariat salarié. Initialement, l'idée d'alignement des intérêts, conforme à la théorie de l'agence, postulait que l'accession à la propriété d'une part du capital de l'entreprise allait aboutir à un partage de l'idéal de la valeur actionnariale par tous les acteurs du processus productif. Dans les faits, une autre réalité s'est imposée : de plus en plus de créanciers résiduels n'ont pas comme source de motivation la performance financière mais cherchent à peser sur le processus

de prise de décision du noyau stratégique pour l'amener à considérer les conséquences sociales, économiques ou environnementales de ses choix. Pour illustration, en France, en 1999, l'offre publique d'achat de la Société Générale par BNP a notamment échoué face à l'opposition de salariés qui possédaient 8% du capital de la cible et qui s'inquiétaient des conséquences en termes de réduction d'effectifs de ce mouvement de concentration et non de sa capacité réelle à créer de la valeur pour l'actionnaire à partir de synergies liées à la complémentarité des réseaux, des métiers et des compétences. A cette aune, la différence posée par une mesure de la valeur par le *spread* actionnarial ou le *spread* partenarial prend toute sa dimension. Les collaborateurs, actionnaires en nombre croissant avec le développement dans les plus grandes entreprises de plans de participation et la distribution de stock-options censés dans les années 1990 signer la réconciliation entre le travail et le capital, affichent comme souci principal le niveau et la qualité de l'emploi. En tant que propriétaires d'une fraction du capital, ils adoptent pour la théorie financière moderne un comportement hétérodoxe. Apparaissent également les « citoyens-actionnaires-partenaires<sup>197</sup> » qui développent de nouveaux besoins. Le problème de financement des retraites aboutit aux Etats-Unis à la constitution de grands actionnaires institutionnels – les *universal owners* dans la terminologie de Hawley et Williams – dont le prototype est typiquement le fonds de pension public américain qui « *détient dans son portefeuille un large échantillon de l'économie, qui garde ses actions à long terme, et qui dans l'ensemble ne vend pas sauf pour maintenir son indexation*<sup>198</sup> ». L'objectif de ses opérateurs financiers à l'influence croissante sur les marchés financiers et sur les entreprises est une performance globale dans la mesure où ils possèdent de larges parts de secteurs d'activité. L'intérêt n'est plus dès lors l'optimisation de la valeur financière au niveau d'une seule entreprise mais au niveau de l'économie prise globalement reflétée notamment par des indices boursiers contenant non pas quelques dizaines d'entreprises *blue ship* parmi les plus cotées et les plus connues mais des centaines voire des milliers de firmes, des plus grandes multinationales aux PME régionales. La pression exercée sur les

---

<sup>197</sup> Cf. James P. Hawley et Andrew T. Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism*, éditions University of Pennsylvania Press, Philadelphia, 2000, p. xvii

<sup>198</sup> *Idem*, p. xv

firmes s'en trouve changée : la responsabilité d'une firme doit être large pour intégrer d'éventuels opportunistes et de possibles externalités dommageables pour d'autres acteurs économiques et d'autres processus productifs dont les fonds de pension sont également actionnaires et éviter de les voir gagner d'une main ce qu'ils perdent de l'autre. Egalement, les fonds « éthiques » ou socialement responsables ne sélectionnent dans leur univers d'investissement que les titres (actions, obligations, titres de créance négociables) émis par des entreprises ayant une notation sociale qui atteste que la définition (dans le cas du *screening* négatif qui exclut le financement de firmes liées au tabac, à l'alcool etc.) et les conditions de réalisation (*screening* positif) du projet stratégique sont conformes à certaines attentes éthiques qui complètent les critères financiers traditionnels utilisés par ailleurs par tous les gérants de fonds mutuels.

Au niveau non plus capitalistique mais à la frontière entre strates partenariale et citoyenne, d'autres pratiques se développent. Dans le schéma des revendications des parties prenantes environnementales, les intercesseurs médiatiques jouent un rôle de veille et d'alerte en direction notamment des clients, des consommateurs qui peuvent répercuter des attentes culturelles, écologiques, caritatives etc. qui ne les concernent pas individuellement mais collectivement en tant que membres d'un groupe ou habitants d'un territoire défini. Un déséquilibre de gouvernance où la rémunération apportée par le dirigeant serait inférieure au coût d'opportunité d'un partenaire n'a plus ainsi pour simple traduction une tension entre le projet et l'acteur concerné mais peut prendre plusieurs facettes. Le dirigeant est alors soumis à un feu croisé d'influences qui portent toutes la même attente relayée par plusieurs partenaires dont l'acteur concerné est simultanément membre, celui étant bien sûr capable également de convaincre d'autres acteurs de leur identité d'intérêts pour donner un poids encore plus important à sa revendication propre.

A partir de cette revue de la littérature, nous pouvons mieux concevoir le rôle du management à la tête de la firme. Ainsi, le système de reconnaissance des influences et d'ajustement des intérêts que constitue la gouvernance d'entreprise a pour objet de créer et gérer un processus productif

dont la finalité ultime est financière à travers l'optimisation de la valeur actionnariale sous la contrainte toutefois d'une satisfaction des partenaires socio-économiques et sociétaux dont la coopération par les uns et la non-intervention des intercesseurs médiatiques par les autres est nécessaire à la réalisation de l'objectif de gestion. Face à cette complexité de la gouvernance, le dirigeant n'est toutefois pas sans ressource. Nous édifions ainsi dans les pages qui suivent un modèle de gouvernance reposant sur la légitimité ou plutôt les formes de légitimité du noyau. Le point de vue est donc typiquement managérial. Parce qu'il accorde un rôle central au noyau stratégique, c'est-à-dire au groupe constitué du dirigeant et des actionnaires contrôlares en charge du projet stratégique, il est également ouvertement utilitariste pour l'agent des actionnaires. Cette maquette gouvernementale fondera alors notre analyse des discours émis et des pratiques – réelles ou virtuelles – développées par les entreprises s'inspirant du développement durable, visant à prouver l'acceptation d'une responsabilité sociale et environnementale envers toutes les parties prenantes impliquées dans ou concernées par l'activité de la firme. L'intérêt de ce modèle demeure dans sa capacité à présenter qu'il n'existe pas dans la gouvernance d'entreprise une seule ressource – financière ou économique, dans tous les cas marchande – pour assurer la collaboration d'un acteur. Le dirigeant dispose ainsi de plusieurs leviers pour établir une cohésion des acteurs, une congruence de leurs missions et une cohérence du sens qu'ils attachent à la réalisation du projet stratégique.

## 2. La légitimité du noyau stratégique

Dans une lecture épistémologique des modèles d'entreprises, la légitimité est essentielle. En ce sens, nous nous situons dans la vision dite idéaliste issue de la présentation des univers cohérents pour concevoir l'entreprise, évaluer la perception des strates et représenter la performance comme le remarquent Dominique Bessire et Jeanne Meunier : « *l'organisation est conçue comme un projet qui se réfère à une finalité supérieure et à un système de valeur. L'accent est mis sur la dimension téléologique de l'organisation et sur la dimension subjective et intentionnelle de l'individu. Les individus s'engagent en adhérant à un intérêt supérieur qui transcende les intérêts particuliers. Dans l'évaluation, c'est le critère de légitimité qui l'emporte, c'est-à-dire l'adéquation aux finalités poursuivies*<sup>199</sup> ». Laufer le constate également en se limitant au dirigeant d'entreprise, légitimité et gouvernance sont liées dans tout problème de coordination d'agents économiques<sup>200</sup>. Or, si quelques auteurs ont mis en valeur les évolutions dans les modes de gouvernance<sup>201</sup> ainsi que les différents types de légitimité auxquels peut faire référence une entreprise<sup>202</sup>, peu en revanche se sont penché sur les formes légitimes de gouvernance

### 2. 1. Les légitimités

Les différentes strates gouvernementales présentées sont les composantes élémentaires du gouvernement d'entreprise. Cependant, notre lecture de la gouvernance est fondée sur une notion qui assure un liant au projet stratégique que le dirigeant définit et pilote. Dans cette optique, le noyau

---

<sup>199</sup> Cf. Dominique Bessire et Jeanne Meunier, « Conceptions du gouvernement des entreprises et modèle d'entreprise : une lecture épistémologique », *Finance d'entreprise, recherches du CREFIB*, éditions Economica, Paris, 2001, p. 193

<sup>200</sup> Cf. Romain Laufer, « Quand diriger c'est légitimer », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 1996, n° 111, p. 12-37

<sup>201</sup> Cf. Samuel Mercier, « L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de littérature », *Actes de la X<sup>e</sup> Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, 13-15 juin 2001, Québec, 24 pages

<sup>202</sup> Cf. Romain Laufer, « Les institutions du management : légitimité, organisation et nouvelle rhétorique », *Les nouvelles fondations des sciences de gestion*, éditions Vuibert, Paris, 2000, p. 45-81

stratégique est amené à créer et à alimenter un capital de légitimité auprès de tous les partenaires, que leur contribution soit financière, économique, sociale ou sociétale, ce capital assurant la cohérence globale de l'arrangement managérial. La légitimité devient ainsi un facteur d'adhésion, de stimulation du développement qui donne tout à la fois une utilité, un sens au projet en même temps qu'une compréhension de celui-ci par les acteurs impliqués.

### 2. 1. 1. Définition

Les travaux sur le concept de légitimité sont nombreux. Si l'apport de Max Weber est aujourd'hui connu, il n'est toutefois pas le seul. On retient notamment ici les travaux du sociologue américain Mark C. Suchman.

Dans une lecture wéberienne de l'entreprise<sup>203</sup>, la légitimité peut prendre plusieurs formes non exclusives :

- Charismatique, la légitimité s'assoit sur l'aura exceptionnelle d'un chef, d'un *leader* élevé au rang du héros aussi positif qu'exemplaire, qui dispose ainsi d'une compétence spécifique lui permettant de s'imposer à la tête du groupe ;
- Historique, la légitimité s'assoit sur la tradition transmise par la culture et l'identité de l'entreprise, définie comme un processus de sédimentation de pratiques et de croyances qui instaure un cadre implicite et impersonnel – mais non moins prégnant – aux activités des membres d'un groupe, en l'espèce les acteurs qui concourent à la définition et à la réalisation du projet stratégique ;
- Bureaucratico-légale, la légitimité s'assoit sur la rationalité des règles de fonctionnement de la firme dictées par un pouvoir supérieur concentré dans les mains de l'AG des actionnaires dont tout type d'autorité au sein de l'entreprise dépend, y compris celle du management, conformément à la théorie de l'agence.

---

<sup>203</sup> Cf. Max Weber, *Economie et société*, éditions Pocket, Paris, 2001, 410 pages

Cette distinction des formes de légitimité ou des types de domination n'est pas sans critique. La recherche parue pour la première fois en 1922 est le reflet de son époque. Largement empreinte de positivisme, plus qu'une typologie, elle fixe une chronologie linéaire des légitimités, la première provenant sans doute des âges les plus reculés précédant la deuxième en vigueur dans les structures féodales que suit la troisième, émergeant dans les périodes les plus récentes. Dans cette optique, Laufer remarque qu'un système de légitimité peut ainsi faire référence à des causes supérieures, à des pouvoirs reposant sur le droit, l'équité et/ou la justice<sup>204</sup>. Cependant, une lecture plus pragmatique de la légitimité peut également être possible, fondée, non sur la procédure, c'est-à-dire son « Comment ? », mais sur son objectif, sa finalité ultime, c'est-à-dire son « Pourquoi ? » Pas moins de son époque, elle est sans doute marquée par un certain utilitarisme. Malgré cette faiblesse, notre analyse de la gouvernance d'entreprise repose sur cette seconde lecture.

Notre présentation du gouvernement d'entreprise s'appuie donc sur les recherches de Suchman sur la légitimité dont il définit trois formes, non exclusives<sup>205</sup> :

- La modalité pragmatique s'appuie sur la satisfaction *la plus immédiate* des intérêts des partenaires ;
- La modalité cognitive s'appuie sur une représentation du projet économique permettant sa compréhension par les acteurs de la coalition que constitue l'entreprise ;
- La modalité morale s'appuie sur le sens que l'activité de l'organisation véhicule auprès des acteurs.

A chaque forme de légitimité est attachée une difficulté. Pour la première, l'obstacle est double. Il tient au fait que les attentes adressées par les acteurs au dirigeant en échange de leur contribution sont exprimées en des termes différents, financiers, économiques et sociétaux et écologiques. Egalement, le noyau stratégique doit gérer la distorsion du temps, chaque partenaire étant

---

<sup>204</sup> Cf. Raymond Laufer, *op.cit.*, 2000, p. 45-81,

<sup>205</sup> Cf. Mark C. Suchman, « Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 3, p. 571-610

inscrit dans un rythme particulier, du plus court terme pour une part au moins des propriétaires, au moyen terme pour les partenaires socioéconomiques au plus long terme pour les parties prenantes sociétales. Pour la deuxième forme de légitimité, le problème apparaît quand les partenaires, ou les media citoyens qui en supportent les intérêts, évaluent le fonctionnement du projet stratégique à travers des grilles et des critères de différentes natures. Le niveau de perception est ainsi très variable. Certaines parties prenantes (les actionnaires et les créanciers financiers) optent pour une image financière (bilan, compte de résultat etc. dans une optique de rentabilité ajustée au risque et de solvabilité sur les marchés internationaux de capitaux. D'autres préfèrent une image plus industrielle et commerciale (perspectives de croissance, dynamique sectorielle etc. dans une optique de pérennité de l'entreprise sur les marchés concurrentiels de biens et de services). D'autres encore optent pour une image citoyenne (bilan social, mécénat, philanthropie etc. dans une optique plus générale de bien-être sociétal propre à une logique hors marché). Enfin, pour la troisième forme de légitimité, la difficulté tient à la nécessaire conformité effective ou intentionnelle des conditions de réalisation du projet stratégique à des valeurs normatives portant autant sur la place de la firme dans la Cité que sur ses formes d'intervention acceptables sachant qu'il n'existe pas toujours un large consensus sur ces sujets. Toutefois, il est nécessaire de remarquer que ces trois formes de légitimité ne sont pas exclusives car elles s'interpénètrent largement. En effet, le bien-être social défini par la modalité morale se retrouve dans la modalité pragmatique déclinée en utilité individuelle des partenaires. Il se retrouve également dans la modalité cognitive. La pleine compréhension par les acteurs du fonctionnement du projet stratégique leur permet notamment d'estimer la probabilité de voir leur contribution au processus productif leur être profitable par excès de rémunération par rapport au coût d'opportunité exprimé. Elle leur permet donc d'en évaluer les risques attachés.

En définitive, la légitimité est une tentative de triple conformation comprenant une conformité du projet stratégique mis en œuvre à des objectifs immédiats de rémunération des acteurs, à des procédures compréhensibles – et non pas seulement connues car il existe une capacité à l'innovation – pour les partenaires et à des valeurs sociales émises par la société civile dont les



partenaires sont membres. Mais il faut remarquer que la mesure de la satisfaction des partenaires, la compréhension des pratiques développées par l'organisation et la recherche d'un bien-être social sont du ressort des acteurs eux-mêmes. Les juges de la légitimité d'une action sont ainsi en grande partie ceux qui la réalisent ou qui la subissent. Le mérite de l'analyse est ainsi de se focaliser sur l'enjeu pour le dirigeant et les contrôlares qu'est la construction et la pérennisation de leur propre légitimité auprès des parties prenantes. En effet, dans le cadre rationaliste posé par notre lecture du gouvernement d'entreprise qui marie théorie financière moderne et TPP, la légitimité n'est pas transcendante, échappant par le biais de quelques causes supérieures, historiques ou religieuses au dirigeant ou au noyau stratégique. Il existe ainsi non pas une simple contrainte émanant de l'extérieur sur l'organisation mais un jeu plus sophistiqué d'interactions entre l'environnement qui tente d'imposer certains principes de fonctionnement à la firme et celle-ci qui cherche à répondre aux sollicitations mais aussi, de manière plus dynamique, à les redéfinir dans un sens qui lui est plus favorable, pour lequel la réponse est plus facile et plus rapide. Cette lecture amène à comprendre la légitimité comme le résultat d'un processus délibéré, l'aboutissement d'une démarche proactive et intentionnelle de la part du noyau stratégique de construire une reconnaissance et une acceptation de son pouvoir par les partenaires de la firme.

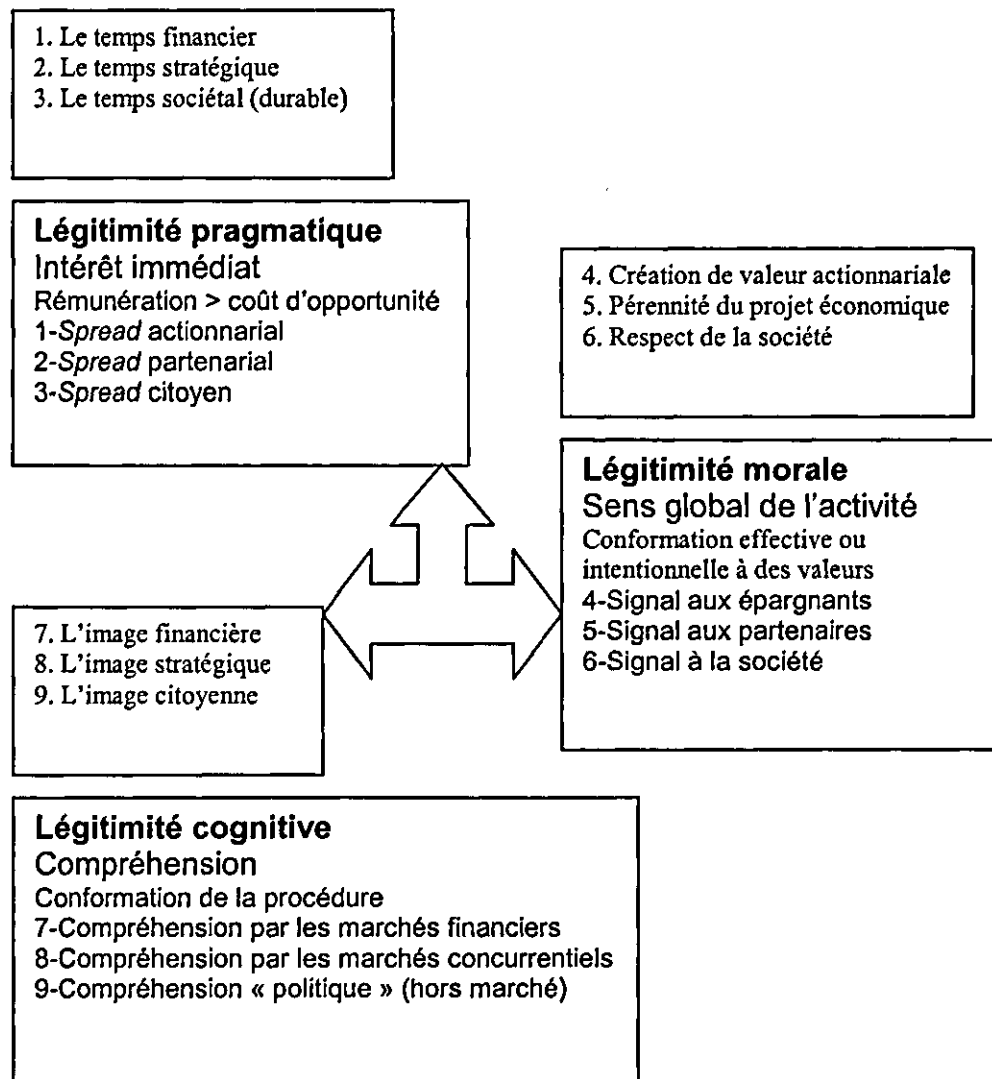
### 2. 1. 2. Cadre analytique

L'entreprise en tant qu'arrangement managérial devient légitime lorsque ces pratiques autant que ces marques d'intention s'ajustent à un système socialement construit de normes délimitant les actions considérées comme acceptables, voire désirables par les actionnaires, les partenaires socio-économiques et les parties prenantes environnementales représentées par les intercesseurs médiatiques.

Cette grille de lecture des intérêts et influences des acteurs concernés soutient plusieurs dimensions de la légitimité. Elle instaure également un continuum gradué de l'analyse du gouvernement d'entreprise.

L'interdépendance entre les sphères implique pour le noyau stratégique de développer une logique d'ensemble dans la perception du projet qui soit cohérente auprès de tous les partenaires, sous peine d'incompréhension, premier pas vers la contestation ou le dénigrement qui est l'expression d'une demande de révision des conditions d'exécution du projet stratégique ou au rejet pur et simple de celui-ci. La complexité conceptuelle tient ici à la diversité des angles d'approche selon les agents concernés et à la spécificité de l'objet d'observation, le projet économique dans un contexte sociétal et écologique donné. Le choix en matière de gouvernement d'entreprise amène à se focaliser sur le système de légitimité prédéfini, donc sur les formes de légitimité mises en avant et parallèlement sur le ou les objectif(s) en conformité avec la vision du projet. Les logiques d'action et de représentation doivent dès lors être liées au positionnement recherché en matière de légitimité. Ce positionnement prend appui sur les trois dimensions pragmatique, morale et cognitive de la légitimité. La figure suivante schématise les différentes dimensions du positionnement possible.

**Figure 2-2 : Cadre analytique du système de légitimité  
du noyau stratégique**



Le modèle de légitimité du noyau stratégique croise ces trois formes de légitimité avec les trois strates de gouvernance définies. L'objectif est de comprendre, dans la complexité du gouvernement d'entreprise, que la hiérarchisation des partenaires et l'atténuation ou l'exacerbation de l'une ou l'autre légitimité amènent à concevoir plusieurs types de gouvernements d'entreprise et de situer les pratiques des dirigeants dans leurs essais d'établissement d'un équilibre coopératif. La gouvernance étant un

arrangement complexe<sup>206</sup>, chacune de ces formes peut être sollicitée de manière non exclusive. Toute situation sur les graphiques qui suivent est donc possible. Chacune doit se comprendre dans une optique dynamique, le positionnement d'une entreprise étant évolutif dans le temps sous peine de disparition du projet stratégique, du moins en tant qu'entité autonome.

## 2. 2. Formes de légitimité et strates

A chaque strate actionnariale, partenariale et citoyenne correspond une typologie des gouvernements d'entreprise mis en œuvre par des dirigeants qui peuvent chercher à bâtir l'acceptation de leur pouvoir par les parties prenantes sur une, deux ou trois formes de légitimité. Cependant, ce n'est pas tant la dénomination de chaque type de gouvernance identifié qui importe ici que la compréhension, ou l'analyse qui est ainsi rendue possible, du processus de formation de la légitimité du noyau stratégique.

### 2. 2. 1. La légitimité actionnariale

Au niveau capitalistique, les efforts de légitimation s'adressent à une diversité de partenaires financiers, d'actionnaires actuels (petits porteurs, gérants de fonds etc.) et potentiels (actionnaires d'autres firmes cotées, épargnants non exposés au risque de marché).

Le processus de production et le système d'information de gestion sont largement dédiés à un pilotage du projet stratégique conformément aux intérêts exprimés par les propriétaires. Ce modèle a connu son plein essor au cours des années 1980, la performance actionnariale devenant l'objectif ultime du processus productif pour le profit du plus grand nombre sous l'hypothèse de « l'économie du ruissellement » où « *la meilleure façon d'aider les pauvres était de donner de l'argent aux riches, car les bienfaits finiraient par "ruisseler" jusqu'en bas de l'échelle sociale*<sup>207</sup>. » Dans cette approche, la

---

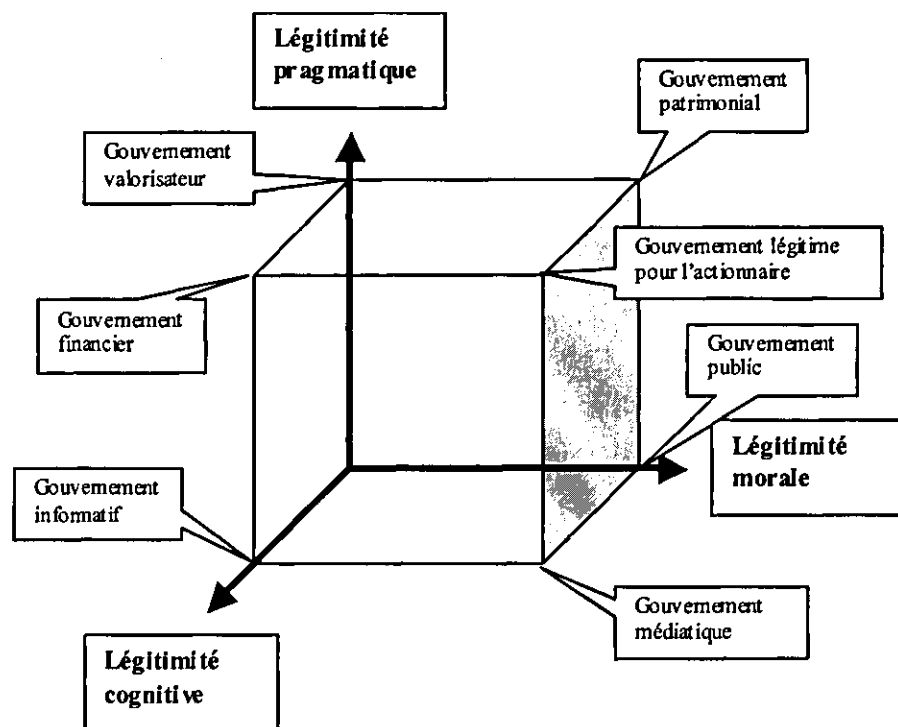
<sup>206</sup> Cf. Dominique Bessire et Jeanne Meunier, *op. cit.*, p. 186

<sup>207</sup> Cf. Joseph Stiglitz, *op. cit.*, p.348

légitimité pragmatique correspond à la recherche de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire dans une approche patrimoniale conforme à l'orthodoxie financière. La légitimité cognitive revient à établir une communication financière efficace en direction des actionnaires actuels et potentiels sur les marchés de capitaux pour assurer l'efficacité du titre et donc une valorisation pertinente du projet stratégique compte-tenu du niveau de risque qui lui est associé. La légitimité morale vise à chercher une reconnaissance de l'utilité générale du développement financier de la firme, notamment auprès des gérants de ces nouveaux véhicules de placement collectif que sont les fonds socialement responsables.

De ces trois dimensions, il est possible de dégager une typologie de gouvernement d'entreprise. Le choix d'une légitimité étant non exclusif, toute situation est possible sur le graphique qui suit :

**Figure 2-3 : Essai de typologie du gouvernement patrimonial**



A chaque extremum du cube ainsi dessiné se détermine une ligne de conduite managériale dans la structuration d'un équilibre actionnarial :

- Au niveau de chaque axe, en raisonnant sur les extrémités, correspond un comportement orienté du noyau stratégique. Le gouvernement valorisateur ne recherche que la satisfaction financière des actionnaires par une progression continue du dividende versé. Le gouvernement informatif développe une politique de communication importante sur ces décisions de gestion destinée à améliorer la compréhension des investisseurs sur le projet pour mieux en évaluer le couple rentabilité/risque. Le gouvernement public développe des pratiques économiques aptes à rassurer sur la défense de valeurs sociétales donnant un sens pour les épargnants au projet stratégique initié et mis en œuvre par le noyau stratégique ;
- Au niveau d'une combinaison d'axes pris deux à deux, les comportements s'enrichissent. Le gouvernement financier, à l'intersection des légitimités cognitive et pragmatique, veille à mériter la confiance des actionnaires avec l'objectif d'assurer la rentabilité de leur investissement. Transparent, il fournit également aux actionnaires et à la communauté des investisseurs une information stratégique, comptable et financière, générale, régulière, « exacte, précise et sincère » et organise une écoute de leurs attentes. Un tel gouvernement se conforme ainsi aux réglementations boursières et traduit le plus fidèlement possible toutes ses opérations dans sa comptabilité. Le gouvernement patrimonial et le gouvernement médiatique s'ouvrent à la dimension éthique en donnant un sens moral à la finance. Le premier valorise l'entreprise tout en affichant un respect des conventions sociales et sociétales auprès des acteurs financiers spécialisés. Le second cherche à construire son pouvoir sur les formes de légitimité cognitive et morale pour faire comprendre son mode de fonctionnement et assurer une conformation à certaines valeurs éthiques. Il y a ainsi développement de valeurs de protection de l'environnement, et plus généralement d'investissement socialement responsable. Il y a prise en considération des nuisances et expression d'une volonté de gérer des risques écologiques et

sociétaux générés par l'activité de la firme. Il y a également l'expression d'une volonté d'être présent parmi le groupe des entreprises « propres » ou SR intégrées dans les indices et fonds SR pour des raisons d'image et de diversification de l'actionnariat ;

- En combinant les trois axes, le gouvernement devient légitime au sens actionnarial. Il construit un équilibre complexe qui se nourrit simultanément des trois formes de légitimité. Le dirigeant s'attache alors la fidélité d'actionnariats relativement stables, du moins à court terme en versant tout à la fois une rémunération qui excède le coût du capital, en assurant une information pertinente du fonctionnement de l'organisation conforme à l'intérêt général.

### 2. 2. 2. La légitimité partenariale

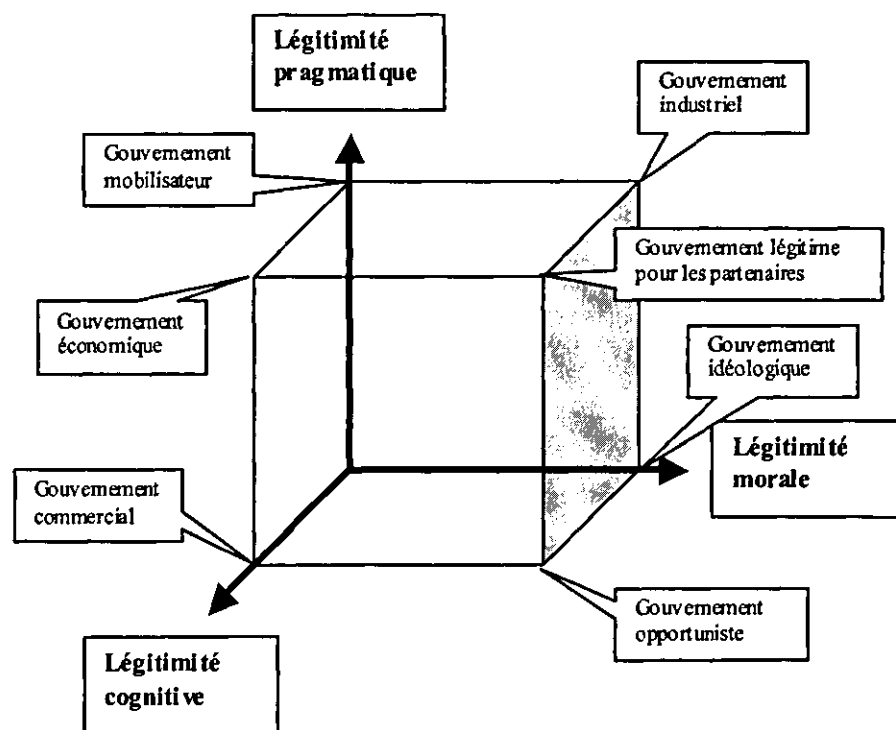
Au niveau de la strate partenariale comprenant typiquement les salariés, les fournisseurs et les clients, la démarche s'intéresse au projet stratégique, dans ses dimensions productive, industrielle et commerciale et non plus financière, afin de le rendre visible, de lui donner une identité, de le positionner comme acteur de référence au niveau de l'organisation et des marchés concurrentiels et d'affirmer un rôle utile pour tous.

La démarche s'ouvre ainsi à une dimension d'adhésion pour l'ensemble des partenaires associés. Le gouvernement d'entreprise partenarial tente de déterminer une synthèse entre les logiques capitalistique et sociale. Ce type de gouvernance est fondé sur une éthique aux reflets industriels et « fordistes » car largement interne au processus de production. La valeur créée est ainsi essentiellement partagée entre les actionnaires et les partenaires primaires, surtout les salariés et les clients qui profitent les uns d'emplois stables, les autres de gains de productivité et, dans une moindre mesure les fournisseurs. Mais si la croissance continue du niveau de vie a été la caractéristique des Trente Glorieuses dans les pays développés, la dimension environnementale est le plus souvent occultée. Dans ce cadre, la légitimité pragmatique correspond à la recherche d'une satisfaction des attentes matérielles de l'ensemble des

partenaires socio-économiques contributeurs directs et volontaires du processus productif. La légitimité cognitive revient à développer une politique de valorisation de l'image tant en interne qu'à l'extérieur de la firme, une image de marque, une réputation positive qui assure notoriété et neutralité voire même une bienveillance. La légitimité morale vise à chercher une reconnaissance de la conformité effective ou intentionnelle des conditions de réalisation du projet stratégique aux conventions sociales en vigueur (équité, loyauté, solidarité etc.).

Comme précédemment la démarche aboutit à dresser une typologie du gouvernement d'entreprise partenarial. Le graphique qui suit permet d'en identifier les configurations :

**Figure 2-4 : Essai de typologie du gouvernement partenarial**



A chaque extremum du cube ainsi dessiné se détermine une ligne de conduite managériale dans la structuration d'un équilibre partenarial :

- Au niveau de chaque axe est associé un comportement spécifique du management. Le gouvernement mobilisateur procède à une



répartition équitable de la valeur créée. Le gouvernement commercial développe une politique de communication importante axée sur les représentations de l'entreprise notamment auprès des salariés et des clients. Il justifie de manière importante ses décisions de gestion et cherche à assurer une compréhension par les acteurs de son mode de fonctionnement. Le gouvernement idéologique développe des pratiques insistant sur le caractère utile voire non polluant du projet, aptes à rassurer sur la responsabilité sociale de l'entreprise notamment auprès des partenaires socio-économiques ;

- Au niveau de la combinaison d'axes, le gouvernement économique, à l'intersection des modalités cognitive et pragmatique de la légitimité, veille à partager équitablement la valeur organisationnelle créée et à informer les parties prenantes. Il cherche ainsi à développer une crédibilité auprès des partenaires. Le gouvernement consensuel se focalise sur les légitimités pragmatique et morale conciliant dans ces décisions de gestion des contraintes d'ordre morale et l'objectif de création de valeur partenariale. Le gouvernement opportuniste s'enrichit d'une dimension qui se veut éthique insistant sur le sens du projet auprès d'ayant droits bien informés ;
- En combinant les trois axes, le gouvernement devient légitime dans sa strate partenariale. Il répond des conséquences sociales et économiques de ses pratiques. Il est solidaire de ses partenaires et s'engage envers eux. Il a une démarche proactive en matière de gestion des risques industriels et économiques. Il développe une utilité partenariale et le fait savoir. Le dirigeant réduit ainsi au minimum les sources de contestation et, partant, établit un large équilibre coopératif auprès des parties prenantes primaires dont la contribution est essentielle à la réalisation du projet stratégique.

### 2. 2. 3. La légitimité citoyenne

Au niveau de la strate citoyenne, la démarche dépasse l'aspect de simple planification industrielle et commerciale du projet stratégique pour s'intéresser aux effets de débordement afin de lui donner une identité non plus financière ou sociale mais sociétale et d'affirmer ainsi un rôle utile à la société.

Le noyau stratégique est amené à s'intéresser aux partenaires environnementaux que sont la société civile et le milieu naturel. Leur particularité est que leur contribution est involontaire. Cependant, leurs intérêts sont représentés par des intercesseurs médiatiques (mass media, ONG, groupes de pression etc.) qui tentent d'influencer l'organisation pour en obtenir des programmes de restitution des ressources sociétales et écologiques captées et consommées, en fait privatisées. Le gouvernement d'entreprise citoyen découle ainsi d'une volonté d'intégrer dans les pratiques de l'entreprise une logique environnementale. Cette gouvernance apparaît souvent dans les entreprises du secteur tertiaire et tire ses fondements d'une éthique écologiste, externe au processus de production : la firme développe un mécénat culturel et environnemental important tandis que la dimension sociale interne peut être sous-dotée. Enron en fut sans doute un exemple : très appréciée pour son redéploiement stratégique qui l'a menée à se concentrer progressivement sur les activités de *trading* d'énergie (gaz, électricité et dans une moindre mesure pétrole)<sup>208</sup>, l'entreprise texane développait, dans le même temps, des pratiques managériales rudes de « Rank and Yank » (« classer et virer ») consistant à licencier chaque année de 10<sup>209</sup> à 15 %<sup>210</sup> des effectifs jugés les moins performants.

Dans cette strate, la légitimité pragmatique correspond à la recherche d'une utilité institutionnelle inscrite dans le long terme où l'activité de la firme est favorable au développement de la société. La légitimité cognitive revient à

---

<sup>208</sup> Cf. Peter Fusaro et Ross Miller, *Enron : les vraies raisons de la chute*, éditions Sb.com, Paris, 2002, p. 40

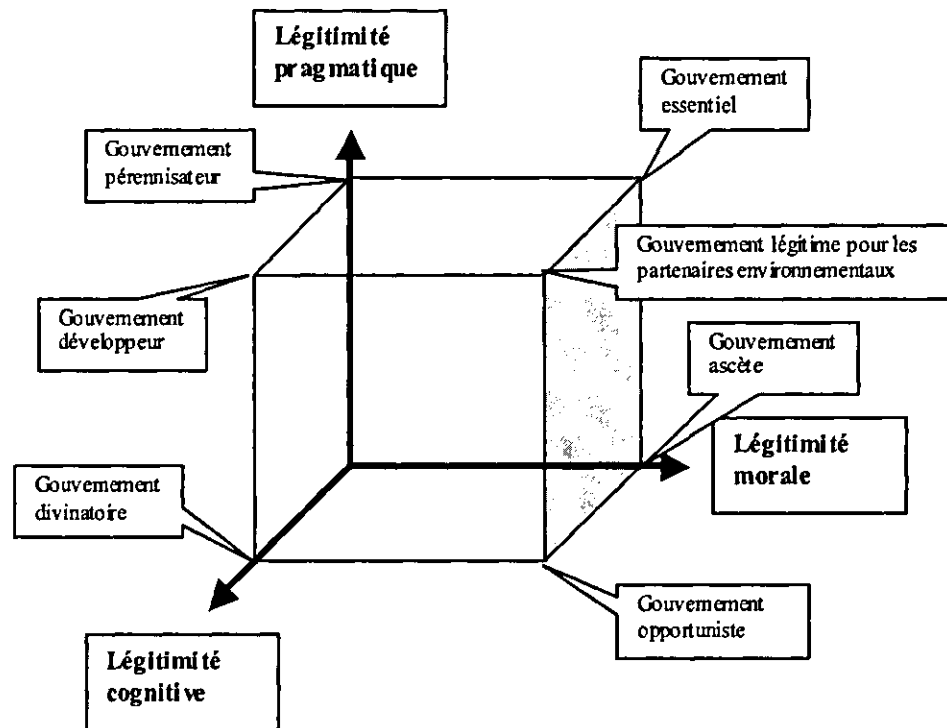
<sup>209</sup> Cf. Anne-Sylvaine Chassany et Jean-Philippe Lacour, *Enron, la faillite qui ébranla l'Amérique*, éditions Nicolas Philippe, Paris, 2003, p. 114

<sup>210</sup> Cf. Peter Fusaro et Ross Miller, *op. cit.*, p. 45

créer une compréhension positive des règles de fonctionnement de l'entreprise. Enfin, la légitimité morale vise à donner un sens global à l'action du projet.

Comme précédemment la démarche aboutit à dresser une typologie du gouvernement citoyen telle que le relève la figure suivante :

**Figure 2-5 : Essai de typologie du gouvernement citoyen**



A chaque extremum du cube ainsi dessiné se détermine une ligne de conduite managériale dans la structuration d'un équilibre citoyen :

- Au niveau de chaque axe, alors que le gouvernement pérennisateur développe une utilité durable en versant régulièrement un écot satisfaisant en compensation de ses prélèvements sur les milieux sociétal et naturel. Un risque est toutefois attaché à sa difficulté à communiquer, notamment auprès des intercesseurs médiatiques. Le gouvernement divinatoire, lui, est à la recherche d'une compréhension de ses impératifs sectoriels alors que ces pratiques peuvent s'avérer préjudiciables pour la société. Le gouvernement ascète pour sa part donne un sens supérieur au projet faisant de la

responsabilité sociale et sociétale une ligne directrice plus intentionnelle qu'effective de son activité ;

- Au niveau des combinaisons d'axes deux à deux, le gouvernement développeur, à l'intersection des légitimités cognitive et pragmatique, veille à se placer dans une continuité de progression infinie et communique sur cette prédiction de pérennité illimitée. Réaliste, le dirigeant n'intériorise pas la nécessité de se conformer aux conventions sociales : il en fait plutôt une contrainte de gestion intangible, peu négociable dans l'instant. Le gouvernement essentiel et le gouvernement propagandiste s'enrichissent d'une dimension morale en accord respectivement avec l'idée de désintéressement quant aux choses matérielles et d'endoctrinement quant la défense du bien-être de la collectivité ;
- En combinant les trois axes, le gouvernement devient légitime dans sa version citoyenne. Il est réfléchi et pèse les conséquences de son activité sur les environnements. Il a une démarche proactive en matière de gestion des risques écologiques et sociétaux. Il trouve une utilité supérieure dans la pérennisation de son projet essentiel pour le développement de la société dans son ensemble.

Cependant, le raisonnement par grande catégorie de partenaires ou même par parties prenantes est insuffisant. En effet, l'enjeu du gouvernement d'entreprise est d'établir un équilibre coopératif entre les acteurs, donc au niveau des strates mais aussi et surtout entre les strates. Il nous faut donc envisager la construction d'une gouvernance intégrée, non pas découpée, mais conciliant simultanément les attentes des actionnaires, celles des contributeurs socio-économiques en même temps que les revendications des parties prenantes environnementales.

### 3. Vers un gouvernement d'entreprise intégré

La construction et la présentation d'une typologie des gouvernances par catégorie de parties prenantes constituent un pas mais celui-ci ne clôt pas l'analyse. En effet, du point de vue managérial, la diversité des partenaires, de leurs revendications et de leurs influences est en soi une difficulté importante. Mais le réel obstacle tient à la nécessité de concilier toutes ces attentes, simultanément, même après hiérarchisation équitable des acteurs et de leurs attentes sous-jacentes.

La légitimité d'un noyau stratégique ne s'analyse donc pas sur ce que l'on pourrait appeler des cartes de gouvernance établies par catégories de parties prenantes mais relève d'une démarche globale. La construction de chaque carte et l'assemblage de ces cartes doivent montrer une cohérence sous peine d'incompréhension du modèle d'entreprise. Cette cohérence demande d'intégrer une responsabilité sociale et environnementale souhaitée sous des formes diverses mais souvent partielles par les acteurs des trois sphères d'influence du projet.

#### 3. 1. La confiance

Projet économique et gouvernement d'entreprise sont deux aspects d'une même réalité avec pour pierre angulaire : la légitimité. Le projet n'est que le résultat de l'intention stratégique modelée par un décideur dont la légitimité, si elle est acquise, se confond avec celle de l'entreprise, s'ouvre sur la confiance.

Dans cette conception, le noyau stratégique, soit le groupe de dirigeants et de grands actionnaires en charge du projet, joue un rôle central. Assoir une légitimité plus ou moins complexe par addition de formes d'acceptation du pouvoir permet la mise en confiance d'agents et de groupes, impliqués à différents titres dans la réalisation du projet, dont les attentes et perceptions sont différentes, entremêlées voire conflictuelles. La confiance est ainsi

l'observation et la reconnaissance d'une cohérence pour chaque classe d'agents. Elle relève en ce qui concerne le projet d'une adéquation entre la satisfaction des attentes, la perception cognitive des règles de fonctionnement du projet et la représentation morale de sa finalité. Une démarche visant à asseoir la légitimité est alors emprunte de complexité. Elle impose une relecture du gouvernement d'entreprise<sup>211</sup> et une ouverture sur la responsabilité sociale et sociétale du projet<sup>212</sup>. Le modèle analytique que nous réalisons peut donc tout entier se relire à l'aune de l'intégration de la RSE dans la gouvernance comme une tentative du noyau stratégique de refonder sa légitimité sur ce nouveau paradigme dérivé du développement durable. Il cherche un équilibre entre trois sphères, économique, sociale et environnementale définissant autant de types de performance attendue de l'activité de l'entreprise.

A travers la RSE, l'objet est de reconstruire la légitimité pour recréer de la confiance. Mais la RSE oblige à concevoir un modèle transversal de légitimation reposant sur un système global de gouvernance. Il s'agit pour le noyau stratégique de faire accepter que la satisfaction et le développement des compétences des partenaires soient tournés vers la création de valeur pour les actionnaires en même temps que le projet ait une utilité sociale et des retombées sociétales positives. La légitimité, en réduisant l'incertitude, renforce alors le pouvoir d'association. Elle est un facteur d'adhésion, stimule le développement, constitue un ciment qui développe une marge de manœuvre, donne un sens à l'action et donc au projet du noyau stratégique. L'analyse de la gouvernance à travers le prisme de la légitimité illustre le capitalisme fiduciaire. Ainsi, si le gouvernement d'entreprise repose dans un premier temps sur une vision mécaniste d'un processus où les incitations génèrent directement une forme de confiance qui fait amplement appel à la rationalité instrumentale des agents, la confiance ne peut se contenter d'une définition aussi restrictive de ces déterminants. Aujourd'hui, une seconde dynamique se met en place avec la redécouverte d'une éthique des affaires, d'un sens économique, d'une

---

<sup>211</sup> Cf. Dominique Bessire et Jeanne Meunier, *op. cit.*

<sup>212</sup> Cf. Christian Cadiou, « Variations sur le thème de la valeur : à la recherche d'un modèle de légitimité pour l'entreprise », Pierre Baranger (sld), *La chaîne de valeur : un concept démodé ?*, éditions Presses Universitaires de Rennes, Rennes, 2004, p. 189-202

utilité citoyenne, qui se fixe pour objectif de régénérer la confiance en complétant les incitations de deux nouvelles dimensions qui se veulent cognitive et morale.

L'ubiquité de certains partenaires constitue des passerelles d'une strate à une autre. Une nouvelle difficulté provient du fait que les formes de légitimité sont également poreuses. Ainsi, l'interdépendance entre les strates implique pour le noyau stratégique de développer une logique dans la perception du projet qui soit cohérente, sous peine d'incompréhension. L'enjeu est de satisfaire les actionnaires, d'assurer une paix sociale au niveau du projet et d'intégrer les nouvelles contraintes exigées par le respect de normes sociétales au niveau des externalités. Le cercle vertueux qui se dégage est alors englobant : ménager les actionnaires pour avoir accès aux ressources financières en quantité et à des conditions les meilleures, allouer les ressources à des investissements organisationnels (compétences) mis au service d'un projet concurrentiel, être performant pour satisfaire les partenaires et développer une utilité sociale donnant un sens citoyen au projet. La gouvernance est alors en adéquation avec le réalisme d'un idéal d'ouverture de l'horizon temporel sur le très long terme et d'intégration de la globalisation financière, économique et citoyenne pour tout projet. Le positionnement sur une même grille d'analyse pour les trois strates de gouvernement apporte une solution à la gestion de la complexité par le dirigeant. En développant une cohérence globale de positionnement, il limite les risques d'incompréhension. Reste pour lui à définir une hiérarchie au niveau des strates lui permettant de prioriser les actions gouvernementales permettant d'atteindre un équilibre.

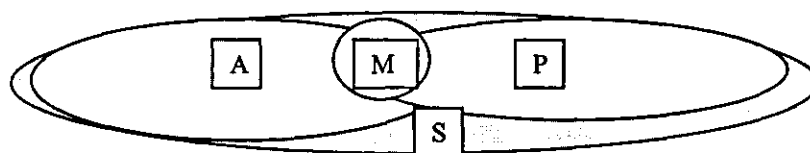
### 3. 2 L'équilibre de la gouvernance : l'approche orthodoxe

Le gouvernement d'entreprise, dans une approche dite orthodoxe, est à la recherche d'un équilibre général. Dans cette configuration, le consensus instauré est un équilibrage subtil de la part du noyau, l'ajustement se réalisant

auprès des trois strates de partenaires en sollicitant une ou plusieurs des trois formes de légitimité identifiées.

Au niveau des catégories d'acteurs, le noyau stratégique (M) impose une adhésion par le dynamisme de son projet, la satisfaction des actionnaires investisseurs (A) et des partenaires socio-économiques (P), la prise en considération des externalités négatives rejetées dans les milieux sociétal et naturel et la recherche d'un sens général à l'activité économique encadrée dans la société (S). L'intention stratégique exerce ainsi une tension sur les ressources financières, industrielles, stimule le développement et favorise la compréhension du projet et l'acceptation de celui-ci dans ses procédures, son objectif et ses valeurs.

**Figure 2-6 : Le traitement équilibré des strates de la gouvernance**

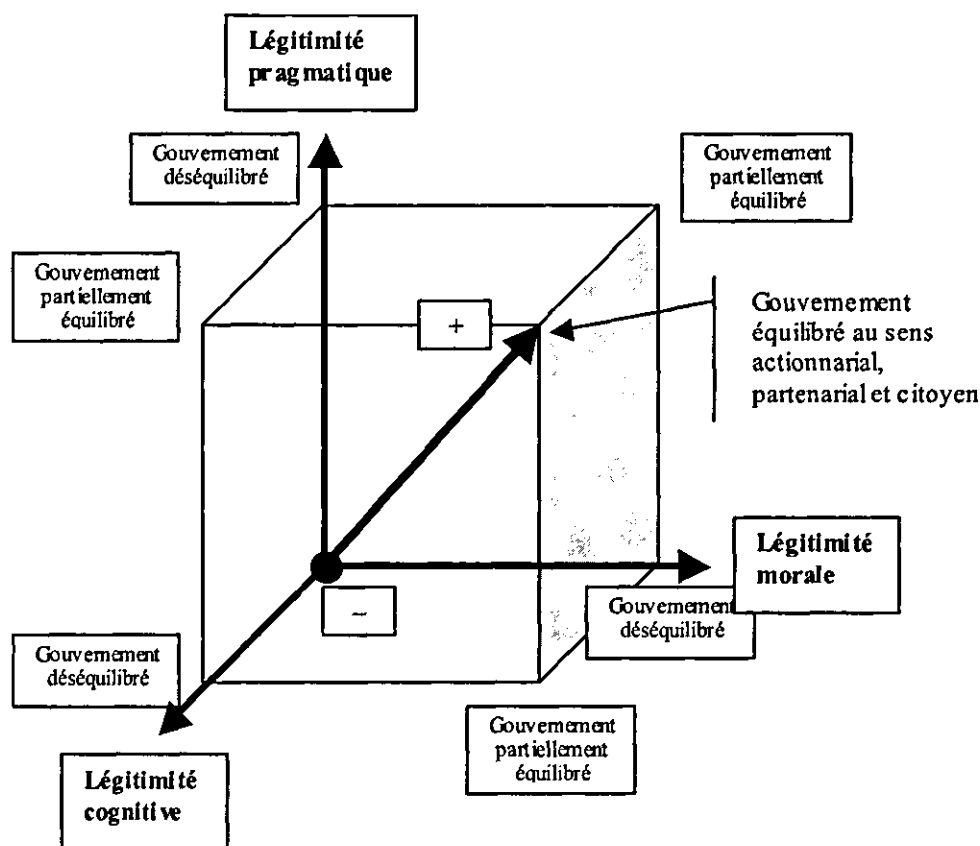


Dans cette approche théorique, l'orthodoxie en matière de gouvernance d'entreprise relève de la satisfaction des acteurs de chaque strate dont les attentes sont prises en considération et d'une recherche d'un équilibre général pour le projet initié et mis en œuvre par le noyau stratégique. Le maintien de cet équilibre dans la durée n'est possible que si le noyau stratégique dispose, on l'a vu, d'une marge de manœuvre financière (SA), économique (SP) et sociétale (SC). Si dans une approche orthodoxe, un gouvernement équilibré considère simultanément les trois modalités de la légitimité, il peut par contre choisir de développer une politique de légitimation plus ou moins exacerbée qui le positionne sur ce que nous appelons la « diagonale de légitimité ». L'équilibre est ainsi obtenu par des actions sur les légitimités (intra et inter strates) mais de telles décisions ne sont que des ajustements ou des rééquilibrages. Elles sont fondées sur des actions de légitimation. Elles relèvent



alors de la mise en place d'une véritable politique d'investissement en gouvernement d'entreprise.

**Figure 2-7 : Le traitement équilibré de la légitimité dans la gouvernance**



L'acceptation par les partenaires du pouvoir du noyau sur le projet économique est ainsi mesurée par la combinaison des formes de légitimité. L'équilibre du gouvernement amène à considérer les trois strates et à y harmoniser la politique de légitimation. Il impose donc de donner un poids équitable aux composantes morale, cognitive et pragmatique de la légitimité après hiérarchisation de chaque strate du gouvernement. En effet, la diagonale de légitimité sollicite une contribution équilibrée mais plus ou moins exacerbée des trois modalités, ce qui permet de visualiser un continuum de positionnements des pratiques de gouvernance. Au niveau le plus pauvre, où la diagonale de légitimité est à l'ordonnée à l'origine, il y a absence de toute forme de légitimité. Le dirigeant a développé un tel enracinement qu'il peut se détacher de la contrainte d'une acceptation pragmatique, cognitive ou morale

de son action auprès des créanciers résiduels comme de tous les autres partenaires financiers, économiques, sociaux ou environnementaux. En cela, se définit un gouvernement autocrate, imperméable à toute influence émanant d'acteurs présents dans et hors des frontières économiques de la firme. A l'inverse, à l'autre extrémité de la diagonale, au niveau le plus riche, la légitimité est optimisée sous toutes ses formes. Le gouvernement équilibré constitue l'objectif ultime d'un arrangement managérial alimentant simultanément sa légitimité de son action positive sur les trois formes de domination en direction des trois catégories de partenaires. Le dirigeant parvient à satisfaire les acteurs de la strate, à faire comprendre le fonctionnement de la firme et à lui donner un sens auprès des acteurs impliqués ou concernés. Cet équilibre complet et dynamique permet au projet stratégique de se doter d'une importante résilience organisationnelle dans la mesure où, dans toutes les dimensions de la gouvernance, l'entreprise affiche une performance positive susceptible de constituer un témoignage probant de son adhésion aux normes financières, économiques, sociales, sociétales et écologiques en vigueur chez ses partenaires, sur les marchés financiers et de biens et services, et auprès de l'opinion publique.

Toutefois, une autre optique est de considérer un gouvernement d'entreprise qui agit de manière distincte sur les légitimités et qui différencie si fortement le traitement des strates qu'il peut déboucher sur des déséquilibres partiels. Ceci fonde alors ce que nous appelons une approche hétérodoxe de la gouvernance d'entreprise.

### 3. 3 Les déséquilibres de la gouvernance : l'approche hétérodoxe

La constatation de déséquilibres dans le modèle de gouvernance peut provenir d'une démarche volontaire du noyau stratégique qui décide de privilégier momentanément ou plus durablement certains intérêts particuliers, par exemple les attentes des actionnaires, ou qui développe prioritairement telle ou telle forme de légitimité, par exemple cognitive dans un contexte

économique maussade où la performance organisationnelle est médiocre. Toutefois, cette stratégie peut également découler d'erreurs d'appréciation ou d'incompréhensions des attentes développées par les partenaires.

Quoiqu'il en soit, cette approche volontaire ou involontaire peut provoquer des insatisfactions qui vont s'exprimer avec plus ou moins d'acuité selon la marge de manœuvre accumulée par le noyau et l'ampleur de la fracture créée, selon la gravité et l'urgence du problème. Deux configurations se profilent alors : un déséquilibre des légitimités (hypertrophie des unes et atrophie des autres) ou un traitement inéquitable des partenaires (faiblesse ou destruction de valeur organisationnelle auprès de certaines parties prenantes).

### 3. 3. 1. Les crises fiduciaires

De tels déséquilibres peuvent être à l'origine de crises gouvernementales pouvant mener à l'éviction du management. Au niveau de la légitimité, la crise résulte d'une inadéquation entre l'objectif de légitimité et la réalité perçue.

Au niveau du gouvernement, la crise provient de la réalisation d'un risque mal apprécié provoqué par le traitement inéquitable des légitimités ou des strates. Elle est parfois liée au comportement opportuniste du noyau (collusion, malversation, enracinement). La crise de confiance sur laquelle elle débouche est alors à associer à une dégradation voire à une perte d'une ou plusieurs formes de légitimité auprès d'un ou plusieurs partenaires. Elle affecte tout ou partie d'une catégorie d'acteurs et peut se généraliser du fait des interdépendances du modèle. En effet, avec une grille de lecture qui croise formes de légitimité et strates, une crise de confiance s'interprète comme le résultat d'un défaut de légitimité qui s'exerce au moins au croisement d'une strate et d'une source de légitimité. Egalement, l'interdépendance entre strates gouvernementales et la porosité entre formes de légitimité peuvent être un carburant pour le développement d'une crise de confiance au départ localisée mais qui peut se généraliser en gangrenant progressivement l'équilibre

coopératif et débouche sur une détérioration, ce faisant, à un effondrement général de l'arrangement managérial. L'extension de la transgression de la contrainte de cohérence du projet stratégique peut s'exprimer par deux biais, non exclusifs l'un de l'autre :

- Dans le cadre d'une « épidémie fiduciaire », où le défaut ébranle horizontalement les autres légitimités au sein de la même strate, entre membres de la même catégorie de partenaires ;
- Dans le cadre d'une « contagion fiduciaire », où le déséquilibre se répand verticalement, au même niveau de légitimité, d'une strate gouvernementale à une autre.

L'épidémie fiduciaire est ainsi un déséquilibre qui entame les différentes sources de légitimité d'un projet stratégique auprès d'une catégorie définie de partenaires : c'est l'élargissement dans la strate. Une illustration est l'annonce par une entreprise d'un avertissement sur résultats. Face à des difficultés commerciales ou industrielles imprévues, les profits dégagés vont se révéler moins bons que ceux anticipés par les analystes. Avec la baisse de la capitalisation boursière qui en découle, les actionnaires constatent une destruction de valeur. La légitimité pragmatique est donc directement entamée. Sur les marchés financiers, face à l'incertitude radicale concernant la nature, la fiabilité et la validité des informations transmises par l'entreprise, l'incompréhension s'installe dans la communauté des investisseurs. La légitimité cognitive est ainsi affectée. Enfin, les épargnants peuvent s'interroger sur la pertinence d'une exposition au risque de marché eu égard aux doutes concernant l'éthique des dirigeants voire de manière plus générale la morale libérale du monde des affaires. La crise s'étend alors jusqu'à la sphère de la légitimité morale. En comparaison, la contagion fiduciaire est un processus de diffusion du déséquilibre qui saute d'une catégorie de partenaires à une autre : c'est la généralisation aux strates. Un exemple est la contamination d'un site de production d'une entreprise agroalimentaire par la salmonelle. Les partenaires sont amenés d'une part à s'interroger sur la capacité d'un projet auquel ils collaborent à survivre à la crise et, d'autre part, à entrevoir les conséquences de la disparition de l'entreprise sur l'environnement. La contagion est d'autant plus rapide qu'elle prend appui sur

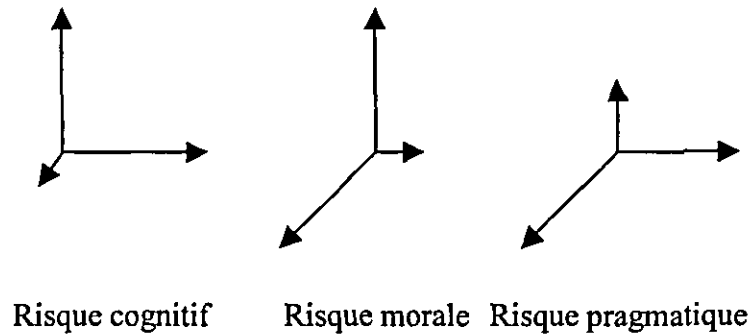
une caractéristique importante du capitalisme fiduciaire : un partenaire ubiquiste peut assumer plusieurs rôles, en étant simultanément positionné à différents niveaux d'influence du gouvernement d'entreprise. Ainsi un collaborateur, consommateur des produits de l'entreprise en même temps que petit porteur et élu local peut tout à la fois appréhender les répercussions pour son emploi, sa consommation, son épargne et le territoire dont il est un représentant.

Avec ces développements conjoints de contagion et d'épidémie, le risque de généralisation de la crise de gouvernance apparaît. Les sources de déséquilibre peuvent être aisément identifiées dans notre modèle. Elles se situent à plusieurs niveaux et sont provoquées par la constatation ou la perception d'inégalités, de travers, d'absence dans les choix en matière de gestion du projet stratégique par le noyau.

### 3. 3. 2. Le traitement différencié dans une strate

Les sources de dysfonctionnement peuvent provenir de l'absence de prise en considération de l'une ou l'autre des modalités ou la focalisation sur une modalité au détriment des autres (crise de légitimation). Elles amènent à considérer le risque pragmatique qui provient d'une fonction d'utilité non satisfaite (rémunération insuffisante), le risque cognitif qui provient d'une incapacité du projet à se faire comprendre dans ses mécanismes de fonctionnement (absence de communication) ou le risque moral qui est à associer à une perte ou une absence de sens pour un projet (pratiques non-conformes aux attentes). Les combinaisons de risques sont bien évidemment observables.

**Figure 2-8 : Traitement inégal des légitimités dans une strate**



Toutefois, ici la difficulté est également présente dans le traitement différencié des agents appartenant à une même strate pouvant déboucher sur une crise intra-strate. Connaissant la diversité des agents appartenant à une même catégorie d'acteurs et la variété de leurs attentes quant au projet, il s'agit ici de gérer et de faire accepter une logique de classe, même si, à l'intérieur de celle-ci, une hiérarchisation plus fine des acteurs est possible voire souhaitable<sup>213</sup>, afin de mieux appréhender les interactions entre les agents, mieux définir leurs attentes etc.

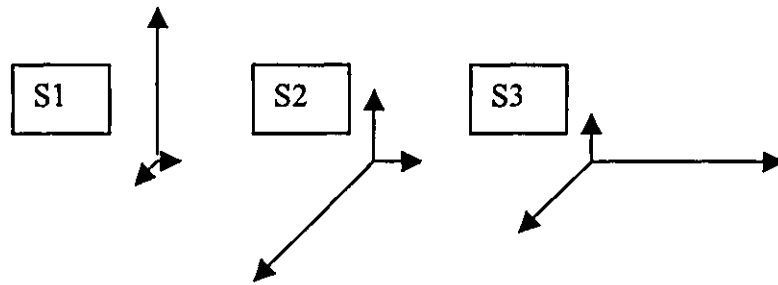
### 3. 3. 3. Le traitement différencié entre les strates

L'exacerbation d'une légitimité au détriment des autres est une autre source de déséquilibre car elle développe une incompréhension dans l'action au niveau d'une strate avec des risques d'épidémie aux autres strates (déséquilibre intra strate). Le développement d'une politique de légitimité différente d'une strate à l'autre peut devenir un vecteur d'incompréhension (crise de logique). Il montre un décalage dans le traitement de la légitimité qui provoque des risques de rupture de la cohérence d'ensemble.

---

<sup>213</sup> Cf. Jeffrey S. Harrison et Edward R. Freeman, « Stakeholders, Social Responsibility and Performance : Empirical Evidence and Theoretical Perspectives », *Academy of Management Journal*, October, 1999, vol. 42, n° 5, p. 484

**Figure 2-9 : Traitement inégal des légitimités entre strates**



La logique de la politique de légitimation diffère selon le destinataire dans la figure ci dessus.

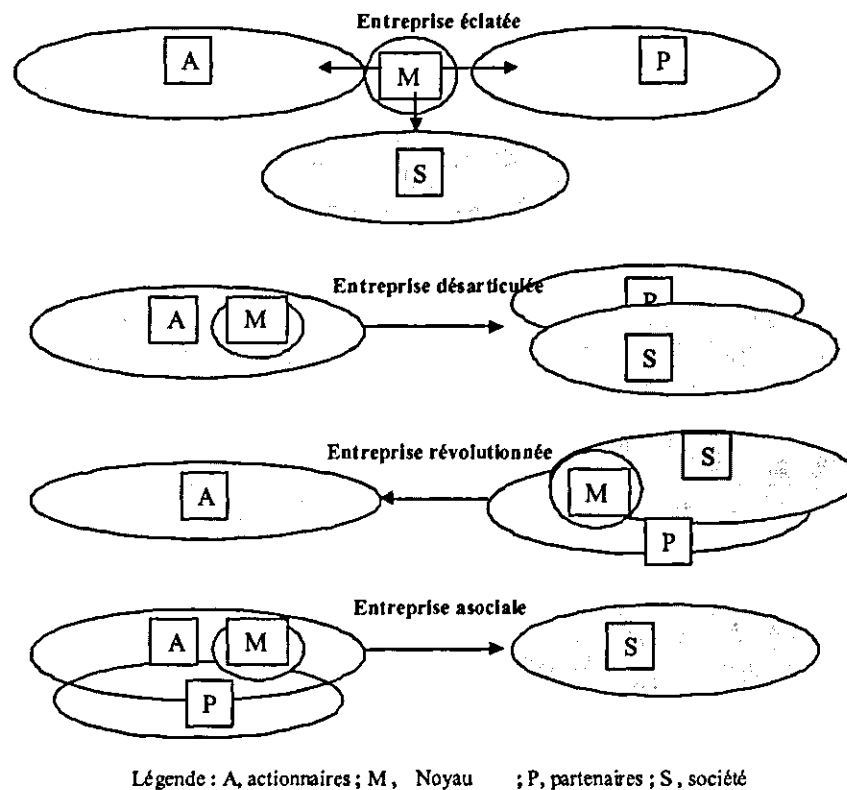
### 3. 3. 4. Le traitement différencié des strates

La différence de traitement entre les strates, qui amène à privilégier certains acteurs, typiquement les actionnaires dans le capitalisme patrimonial, à rejeter l'une ou l'autre strate dans l'intégration de la légitimité, est un facteur de risque. La crise de gouvernance survient parce que les termes de l'échange ne sont plus satisfaisants pour un ou plusieurs partenaires. Une faille dans le consensus apparaît.

Le détournement ou l'échec dans la mission du manager et le défaut du contrôle ou le manque d'implication de l'actionnaire, les exigences exacerbées de partenaires, la non prise en considération de la société sont alors au centre de l'émergence de nouvelles difficultés. La perte de confiance qui en résulte développe la contestation au niveau des strates. L'arrangement managérial est moins efficace. Il perd par exemple en crédibilité s'il détruit durablement de la valeur pour l'actionnaire, s'il ne peut empêcher le départ d'un contributeur indispensable ou s'il refuse de considérer les attentes de la société civile qui s'adressent à lui. Le risque est donc de provoquer une baisse de satisfaction d'un ou plusieurs acteurs de la coalition. Plus précisément, c'est le manquement dans les attentes et aspirations des agents qui modifie le comportement et peut provoquer une distance, une moindre implication voire le retrait ou le rejet du projet par des agents. Selon les distances prises avec le

noyau stratégique par les partenaires, plusieurs possibilités de crise de gouvernement émergent comme le montre la figure suivante.

**Figure 2-10 : Traitement inégal des strates et crise de gouvernance**



Dans la première configuration, l'entreprise est éclatée : il y a un rejet par toutes les strates du projet défini et mis en oeuvre par le noyau enraciné. Celui-ci joue alors un rôle d'arbitre entre les partenaires. L'entreprise désarticulée pousse à son paroxysme la logique financière. Le noyau fait corps avec la classe des actionnaires investisseurs et se coupe des partenaires socio-économiques et de la société. Dans l'entreprise révolutionnée, dans une logique industrielle tournée vers la production, c'est l'actionnaire qui est laissé pour compte. Enfin dans l'entreprise asociale, l'organisation se vit comme une citadelle assiégée : la frontière économique de la firme est étanche à toute tentative d'influence sociétale.

L'approche hétérodoxe vise à instaurer des déséquilibres dans la perception, la représentation et la valorisation et au niveau du traitement, ces



déséquilibres pouvant être volontaires afin de servir momentanément le projet. Mais c'est plus l'absence ou l'incompréhension dans la logique et la constatation de fractures non sollicitées qui sont des vecteurs de crises. Elles sont issues du traitement inéquitable par le noyau et de la perception négative par les agents de certaines décisions stratégiques. Il existe donc certainement un point de rupture, un point de non-retour que le noyau ne peut dépasser s'il veut éviter des dégâts irrémédiables. Dans cette conception, l'exacerbation d'une légitimité au détriment des deux autres formes peut être une source de déséquilibre car elle développe une incompréhension dans l'action au niveau d'une strate, avec des risques d'épidémie aux autres strates. Elle peut également être un acte de gestion permettant de répondre favorablement à des incitations utiles au projet. Le système de gouvernement doit toujours être capable d'expliquer l'éventuelle insuffisance de rémunération de n'importe quel partenaire qui en pâtirait, de sanctionner les responsables, d'anticiper de telles difficultés afin d'en limiter les effets, de prévoir les solutions adaptées préservant le projet. Il s'agit à terme de minimiser les pertes d'utilité que des agents peuvent supporter, même si dans l'immédiat le sacrifice est important.

### 3. 4. Trois missions : vers la RSE

En définitive, pour établir une gouvernance globale, nous considérons que la tâche du noyau stratégique à la tête de l'entreprise revêt une triple dimension rattachée à chaque forme de légitimité et à chaque pouvoir identifiés :

- Créer une cohésion des parties prenantes et en organiser la congruence des contributions agencées dans le processus productif ;
- Asseoir leur compréhension des règles et procédures qui guident de fonctionnement de la firme ;
- Développer la cohérence du sens attaché à la logique de développement du projet économique.

Chacune de ses missions se rapporte à un pouvoir déterminé que détient normalement le noyau, dans l'objectif de créer ou renforcer une des trois formes de légitimité identifiées.

**Tableau 2-1 : Le rôle du noyau**

Pouvoirs	Légitimités	Missions
Capacité	Pragmatique	Cohésion/congruence
Consensus	Cognitive	Compréhension
Exégèse	Morale	Cohérence

Ainsi, en premier lieu, le noyau doit s'assurer la cohésion du portefeuille d'acteurs économiques impliqués dans ou concernés par l'activité de l'entreprise et la congruence des missions à remplir par les différentes parties prenantes apportant diverses contributions. Le pouvoir de capacité assure ainsi la création d'un processus productif imbriquant des apports de différentes natures qui se complètent en minimisant les frictions – où l'entreprise est une alternative au marché<sup>214</sup> – en vue de la réalisation de l'objectif ultime de création de valeur actionnariale. L'enjeu est double : atteindre l'efficacité c'est-à-dire créer une rente organisationnelle mais également, dans le système économique financiarisé actuel, atteindre l'efficience c'est-à-dire optimiser cette création de valeur. En effet, en amont, il est nécessaire de procéder à une sélection pertinente des partenaires, pour identifier les acteurs clés utiles à la réalisation du projet stratégique. Cette première pierre permet d'asseoir la cohésion des partenaires qui prend la forme d'un intéressement en excès des coûts d'opportunité exprimés en échange de leur contribution active ou passive, volontaire ou involontaire.

En fait, la gouvernance doit créer un ensemble d'incitations qui amènent chacun à concourir à la création de valeur actionnariale parce qu'il y a intérêt, parce que sa propre fonction d'utilité y est au moins partiellement adossé. La réussite dans ce domaine apparaît sous la forme d'une légitimité pragmatique où la rémunération versée aux partenaires est supérieure à leur

<sup>214</sup> Oliver E. Williamson, « The Modern Corporation : Origins, Evolution, Attributes », *Journal of Economic Literature*, December, 1981, vol. 19, n° 4, p. 1543

coût d'opportunité. A l'inverse, le fiasco est marqué par la dispersion des agents née principalement d'un défaut d'incitation et/ou d'un défaut dans la sélection des acteurs constituant les catégories de partenaires et/ou d'une inadéquation dans la répartition des tâches : malgré l'implication des acteurs, le projet ne s'articule pas correctement et ne génère pas de valeur voire en détruit. La raison en est une difficulté dans l'agencement des tâches. D'autre part, le noyau doit assurer la compréhension du projet en délivrant une représentation de celui-ci conforme à la vision des différents participants de la coalition dont les logiques sont variées : financières pour les actionnaires et les créanciers, économiques pour les salariés, les fournisseurs, les clients, et sociétales pour les partenaires environnementaux le dirigeant doit assurer la de la chaîne de valeur. C'est ici le pouvoir de consensus qui est sollicité pour assurer une communication fiable, suffisante et régulière entre le noyau et les parties prenantes afin de les informer de l'état de santé de la firme, de sa capacité à créer de la valeur, à défendre ses positions concurrentielles et à concourir au développement du bien-être de la société. La réussite dans cette mission permet d'obtenir une légitimité cognitive où les pratiques de la firme sont conformes aux procédures. A l'inverse, l'échec à ce stade est la conséquence d'une communication inexistante ou mal maîtrisée amenant des contre-sens dans les messages du noyau transmis aux partenaires, qui élaborent alors des représentations erronées amenant à mal évaluer les risques et les perspectives de l'activité de la firme. Le noyau stratégique doit ainsi assurer la cohérence générale du projet en édifiant un sens à l'activité de la firme, où l'éthique développée est conforme aux principes moraux en vigueur. On aborde ici le sens de l'organisation par ce que nous appelons le pouvoir d'exégèse. Si l'intérêt général ne se retrouve pas tout entier contenu dans les mains des seuls actionnaires, il se détermine par l'interaction des agents au sein de la firme et à ses frontières pour créer un sentier de développement pour tous les partenaires, souhaité pour les uns, notamment financiers et socio-économiques, et acceptable pour les intercesseurs médiatiques qui assurent la défense des parties prenantes environnementales. La réussite est marquée par l'acceptation morale de l'exercice du pouvoir, où l'activité de la firme, dans son objet comme dans son fonctionnement, est propice au bien-être sociétal et à la préservation de l'environnement. L'échec dans ce domaine est la confusion sur

le rôle de la firme dans la société, une remise en cause de son activité (par exemple produire du tabac). Une des difficultés à laquelle se confronte le dirigeant et les contrôleurs est alors de faire comprendre qu'un projet puisse avoir une utilité sociale et sociétale, tout en étant favorable *in fine* à l'actionnaire.

**Tableau 2-2 : Synthèse du gouvernement d'entreprise**

	Noyau stratégique		Actionnaires non contrôleurs	Partenaires socio-économiques	Partenaires citoyens
	Dirigeant	Actionnaires contrôleurs			
Pouvoirs <sup>1</sup>	Capacité Consensus (initiative, mise en œuvre) Exécutif	Propriété : * usus <sup>2</sup> (ratification surveillance) * abus * fructus	Propriété * usus * abus <sup>3</sup> * fructus	Contestation	Dénigrement
Media		AG, CA	Marchés d'actions, AG	Marchés de biens et de services, syndicats	Marchés de biens et de services, ONG, opinion publique
Intérêt	Stock option	<i>Spread</i> actionnarial à long terme	<i>Spread</i> actionnarial à court terme	<i>Spread</i> partenarial	<i>Spread</i> citoyen
Nature du contrat	Nomination	Contrat fondamental	Contrat fondamental	Contrats subordonnés	Convention
Risque pour l'acteur	Eviction	Contrôle, Financier	Financier	Economique	Pollution Nuisance
Risque pour le projet	Crise de légitimité	Crise de légitimité	Financier	Opérationnel, stratégique	Juridique et médiatique
Modèle d'évaluation du dirigeant	–	Loyauté du dirigeant Performance financière	Performance financière	Viabilité économique	Respect des conventions sociales

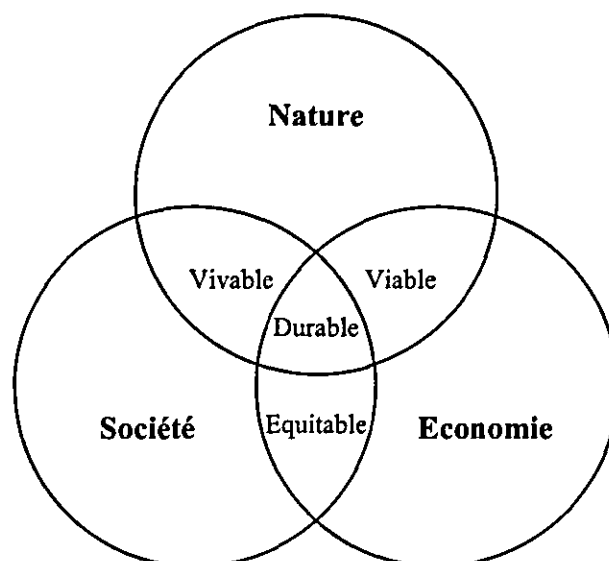
<sup>1</sup> Pour tous, la loi est un recours

<sup>2</sup> Droit principalement utilisé car la vente est trop risquée

<sup>3</sup> Droit principalement utilisé : « vote par les pieds »

Aujourd'hui cette triple mission visant à établir une gouvernance intégrée s'inscrit le plus souvent dans un cadre d'inspiration, celui de la RSE, pendant organisationnel du développement durable. En fait, elle constitue un nouveau paradigme, une nouvelle présentation de l'activité de la firme qui s'articule particulièrement bien avec la théorie des parties prenantes. Le DD est ainsi souvent décrit comme un développement à l'intersection de trois sphères que sont l'économie, la société et la nature comme le montre la figure suivante<sup>215</sup> :

**Figure 2-11 : Les trois sphères du développement durable**



Une telle conception se rapproche des recherches sur la gouvernance d'entreprise complexe en mettant l'accent sur la nécessité de concilier simultanément les attentes émanant de plusieurs acteurs, porteurs de différentes logiques, matérielle ou utilitariste, sociétale et écologique. La TPP, dans la mesure où elle prescrit que l'entreprise n'est pas entièrement réductible à la délégation entre le dirigeant et les actionnaires, n'en dit pas moins : le noyau doit apporter une attention à tous les partenaires, primaires et secondaires. La logique financière n'est donc plus qu'un aspect d'un problème plus large qui comprend une dimension économique, humaine et environnementale. Par

<sup>215</sup> Cf. Michel Capron et Françoise Quairel-Lanoizelée, *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, éditions La Découverte, Paris, 2004, p. 116

contre, là où l'innovation pointe, c'est l'utilisation des partenaires comme ressource vers l'objectif de création de valeur actionnariale. Le gouvernement intégré, guidé par les préceptes de la RSE, s'inscrit donc un usage instrumental des acteurs impliqués dans ou concernés par le projet stratégique, afin de créer de la valeur pour les propriétaires de parts du capital de la firme.

Ceci n'amène pas à reconsidérer les efforts réels de légitimation des entreprises mais à les recontextualiser : loin de revoir sa fonction objectif, l'organisation révisé la présentation mais aussi amende ses règles de fonctionnement en les réarticulant autour d'un paradigme à la fois partagé, c'est-à-dire compris par le plus grand nombre, et porteur de nouveaux repères éthiques pour les agents et pour les intercesseurs médiatiques. A travers la RSE, le noyau tente ainsi de réaffirmer son pouvoir à la tête de l'organisation, sa légitimité auprès des parties prenantes. On peut donc dès lors définir la RSE comme la prise en compte continue par le noyau stratégique, dans une stratégie de légitimation de son pouvoir sur le processus productif orienté vers la création de valeur actionnariale, de l'impact de l'activité de l'entreprise pour les actionnaires investisseurs, pour les partenaires socio-économiques impliqués directement dans le processus de production (salariés, clients, fournisseurs etc.) et pour ses parties prenantes environnementales, représentées par des *media* citoyens, qu'elles soient sociétales (société civile) ou écologiques (milieu naturel).

Mais ces pratiques et ces efforts communications des entreprises, et donc de leur noyau stratégique respectif ont leurs limites, même si elles sont l'expression de la difficulté de la tâche assignée au dirigeant et aux actionnaires contrôlares. En premier lieu, peu d'entreprises établissent une gouvernance intégrée au sens où leurs décisions stratégiques prennent corps dans une procédure organisationnelle qui en évalue les conséquences à la fois dans les domaines financier, économique, social, sociétal et écologique. La performance organisationnelle est ainsi découpée entre les partenaires, entre leurs attentes, entre leurs logiques alors qu'elle devrait former un tout, empêchant de construire une réelle performance sociétale de l'entreprise (*corporate social*

*performance*)<sup>216</sup>. Les exemples sont légion : la valeur actionnariale n'est un indicateur que pour les propriétaires, alors que ceux-ci sont également des clients, des fournisseurs, des salariés, des citoyens. Un autre exemple est fourni par le cas du mécénat. Il est souvent porté dans le bilan philanthropique alors qu'il constitue également un facteur d'enrichissement de la culture et favorise la connaissance du corps social et donc des salariés de l'entreprise ainsi mieux armés pour affronter l'innovation et la complexité d'un monde globalisé. En second lieu, et en conséquence, il est difficile de retrouver un intérêt général dans un processus découpé d'expression, de reconnaissance et de satisfaction d'attentes aussi diverses dans leur nature. Sous-jacent, c'est le pouvoir explicatif de la TPP qui est ici visé. Cette théorie est facilement opérationnalisable car elle procède à un découpage des revendications adressées à l'entreprise, des intérêts exprimés par les partenaires à l'aide de leur pouvoir d'influence. Pourtant, l'intérêt général ne se satisfait pas de cette désarticulation car il ne peut se réduire à la somme des intérêts individuels<sup>217</sup>, ceux-ci étant d'ailleurs l'objet d'une hiérarchisation par une organisation privée dont l'objectif ultime demeure avant tout unidimensionnel : la création de valeur actionnariale.

---

<sup>216</sup> Cf. Wayne Norman et Chris MacDonald, « Getting to the Bottom of "Triple Bottom Line" », *Business Ethics Quarterly*, April, 2004, vol. 14, n° 2, p. 243-262

<sup>217</sup> Cf. Michel Capron et Françoise Quairel-Lanoizelée, *op. cit.*, p. 234

## Conclusion partielle

Cette recherche mène un approfondissement de la TPP. Ce nouveau paradigme tente de dépasser une critique et une limite. La première est la critique formulée par la théorie de l'agence sur la manière de créer un compromis général entre les partenaires. Notre conception de la TPP est ainsi instrumentale : la qualité des relations avec les parties prenantes est un facteur de création de valeur actionnariale. Ainsi, pour réaliser l'objectif ultime de l'organisation conformément à la théorie de l'agence, le dirigeant doit accorder une attention aux partenaires critiques dont la collaboration est essentielle à l'efficacité du projet stratégique. La seconde est la limite du modèle de Charreaux et Desbrières. L'approche transactionnelle explique l'intégration des partenaires primaires dans la gouvernance. Cependant, elle échoue à proposer un modèle de compréhension des relations avec les partenaires secondaires. Notre approche développe une conception intermédiée des relations avec la société civile et l'environnement naturel : leurs intérêts et leur influence sont repris par des *media* citoyens tels que les ONG. Ce modèle enrichit également la relation nouée avec tous les partenaires en les dotant de deux nouvelles dimensions, cognitive et morale.

La complexité de l'équilibrage de l'arrangement managérial tient alors en la nécessité d'accorder à chacun une part d'attention en cohérence avec les intérêts de tous. La légitimité du projet stratégique est ainsi un construit managérial bâti sur la mise en cohérence des efforts de tous les partenaires, rémunérés équitablement, dans des conditions satisfaisant aux conditions de marché et conformes aux conventions socialement admises vers l'objectif ultime qu'est la création de valeur pour l'actionnaire. Le noyau stratégique détient, dans l'affirmation de la légitimité, les clés de la confiance. Mais l'intérêt de la recherche est également de visualiser le positionnement du dirigeant auprès de chaque type de parties prenantes impliqué dans ou concerné par l'activité de la firme et d'identifier la ou les formes de légitimité sollicitée(s). Toutefois, l'enjeu ne se limite pas à satisfaire isolément chaque partenaire ou catégorie d'acteurs, le rôle du noyau stratégique étant d'assurer



également la cohérence d'ensemble du projet managérial, dont l'objectif ultime demeure la maximisation de la valeur actionnariale. En effet, il est nécessaire que le dirigeant mobilise les partenaires non-actionnaires en assurant un niveau de satisfaction acceptable et en dotant le projet d'une logique d'ensemble.

Dans cette logique d'ensemble, asseoir sa légitimité pour un dirigeant c'est donc identifier des attentes diverses au niveau des strates pour agir. Le management possède un portefeuille de confiance qu'il doit moduler par des investissements en gouvernement d'entreprise ciblés. De tels investissements permettent de développer ou de réajuster la politique de légitimation. Sur les attentes, chacune des strates est spécifique (besoins, valeurs, rémunération, représentation...), hétérogène (diversité, complexité), rationnelle (moralité, cognition, pragmatisme). Sur l'action, la démarche doit être accessible (compréhension des attentes, détention de leviers d'action, marge de manœuvre). La logique d'ensemble doit être transversale, acceptable et cohérente pour justifier une stratégie de légitimité instaurant la confiance et englobante pour assurer sa réussite. Ainsi, dans une approche orthodoxe, le noyau stratégique est à la recherche d'un équilibre intégré qui se nourrit de cohérence et d'équité dans la politique de légitimation et de prise en considération des attentes de toutes les strates. Les investissements stratégiques ciblés permettent de maintenir dans la durée cet équilibre. Au contraire, dans une approche hétérodoxe, le noyau stratégique procède à un pilotage plus fin, en ajustant, dans le temps, le gouvernement aux fluctuations des attentes, des influences, des nécessités. Les investissements stratégiques se jouent des déséquilibres dans une dynamique d'évolution de la légitimité et de satisfaction des strates. Il module et fait donc respirer le gouvernement en l'ajustant au contexte évolutif du projet et en répondant aux attentes.

Pour sa dimension intégrée, la Responsabilité Sociale et Environnementale est ainsi au cœur des tentatives de légitimation du pouvoir du noyau stratégique sur le processus productif. En effet, elle permet de donner un nouveau cadre à la communication et aux actions des firmes susceptible de répondre aux questions posées par les partenaires, aux pressions des intercesseurs médiatiques sur l'objectif de création de valeur actionnariale et

les pratiques économiques, sociales, sociétales et écologiques développées. Même si ces efforts s'adressent au plus grand nombre, qu'il soit salarié, petit porteur, client, militant associatif ou simple citoyen, notre recherche empirique va se concentrer sur une cible plus réduite que constituent les gérants de fonds socialement responsables. Ces OPCVM sont également le fruit de la diffusion du développement durable. Ainsi, si la RSE en est la conséquence dans la finance d'entreprise, alors l'investissement socialement responsable, défini comme une forme de financement des entreprises et des collectivités publiques opérant par une sélection des valeurs en portefeuille (actions, obligations, titres de créance négociables...) sur, d'une part, des critères traditionnels de rentabilité et de risque, dans le but d'obtenir un accroissement de richesse pour l'épargnant à travers le versement d'intérêts, de dividendes ou de plus-values, complétée, et d'autre part, sur des critères extrafinanciers cherchant à faire respecter dans les échanges entre acteurs économiques des préoccupations sociales et/ou environnementales, en est également la conséquence, cette fois en finance de marché. Ce choix de concentrer notre analyse sur acteurs de marchés, en fait des professionnels confrontés au quotidien à la RSE, à ses implications dans toute sa complexité plutôt que sur des consommateurs, des ménages ou des syndicats moins informés, est dicté par la volonté d'évaluer les conséquences réelles de la RSE. A ce titre, les marchés de la gestion indirecte et les marchés internationaux de capitaux fournissent des données qualitatives et quantitatives aussi riches que facilement exploitables.

## Introduction

### Seconde partie : validation empirique du modèle

Notre analyse par strate de la légitimité de la firme cherche à comprendre les efforts de légitimation du noyau stratégique dans leur fonction, c'est-à-dire l'acceptation du pouvoir des dirigeants et des actionnaires contrôlares sur le processus de décision, en direction des partenaires actionnaires, socio-économiques et environnementaux dans une optique notamment de RSE.

Nous situons notre terrain d'expérimentation au niveau des grandes firmes cotées sur les marchés financiers. Celles-ci ont cherché à multiplier les investissements dans la communication auprès du grand public pour promouvoir leurs pratiques qui se réclament de la RSE. Ainsi, peu d'agents n'ont pas été confrontés à ces messages, à ces actions que ce soit en tant que petits porteurs, épargnants, salariés, clients ou simples citoyens. Un exemple récent est donné par l'ouverture du capital de Gaz de France dont la campagne de promotion a été intitulée « *Une énergie durable entre nous*<sup>218</sup> ». « *Deux bonnes raisons de devenir actionnaires de gaz de France* » sont données : la rentabilité (« *la première est financière [...]* ») et la performance environnementale (« *la deuxième est comme notre gaz, naturelle, car nous innovons sans cesse pour respecter l'environnement* »). Pour autant, notre recherche empirique du modèle de légitimité fondant le consensus sur l'objectif ultime de la firme se concentre sur une seule catégorie de partenaires financiers considérés par nature comme particulièrement sensibles à ces efforts, structurés par la RSE, de légitimation du pouvoir du noyau stratégique sur la firme. Ces acteurs spécifiques forment une tendance nouvelle sur les marchés financiers. L'investissement socialement responsable (ISR) est le pendant sur les marchés internationaux de capitaux de la RSE dans la gouvernance des firmes.

---

<sup>218</sup> [www.devenir.actionnaire.gazdefrance.com/form.htm](http://www.devenir.actionnaire.gazdefrance.com/form.htm)

Mais si les efforts des entreprises se font tout azimut, pourquoi focaliser la recherche sur ces des gérants de fonds mutuels aussi spécifiques que les fonds SR ? Ceux-ci ne représentent guère plus de 1% de l'épargne des ménages français<sup>219</sup> et moins encore à l'échelle de la place de Paris où s'invitent régulièrement des opérateurs internationaux dont l'unité de compte est le milliard d'euros. Il est vrai qu'il existe d'autres acteurs plus substantiels, qui ont un impact plus élevé sur le comportement des firmes, que ce soit sur les marchés financiers (fonds de pension américains, opérateurs sur les marchés à terme fermes ou optionnels...) ou qu'ils constituent une catégorie d'agents plus larges tels que les clients, les salariés, les intercesseurs médiatiques, en bref, une catégorie de parties prenantes. En fait, notre choix est dicté par différentes considérations aussi simples que décisives :

- Les gérants de fonds SR sont des professionnels à la fois de la gestion de portefeuille sur les marchés financiers et de la RSE. Ils maîtrisent les compétences nécessaires à la création et à la gestion de portefeuille de titres SR<sup>220</sup> même si leur comportement n'est pas toujours sans critique<sup>221</sup>. On attend ainsi d'eux un comportement rationnel compte-tenu de leur fonction d'utilité multivariée qui intègre des critères financiers et des critères sociaux, sociétaux et environnementaux ;
- Ils font partie des acteurs qui composent la strate actionnariale. Ainsi, en tant que propriétaires de titres du capital de la firme, et conformément à la lecture instrumentale de la théorie des parties prenantes, seul usage économiquement efficace de celle-ci selon la théorie orthodoxe, ils sont les bénéficiaires des efforts de légitimation initiés par les dirigeants et les contrôleurs pour restaurer un consensus autour de l'objectif de création de valeur actionnariale ;
- Les fonds sont des produits de gestion collective. Ce sont des acteurs importants en termes de poids économique et financiers. Leurs souscripteurs détiennent des parts. Ils sont indirectement

---

<sup>219</sup> Cf. Novethic : [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

<sup>220</sup> Cf. Philippe Gillet, *L'efficacité des marchés financiers*, éditions Economica, Paris, 1999, p.

23

<sup>221</sup> Cf. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris, 1999, p. 228

actionnaires des entreprises et poursuivent différents mobiles. Ils sont de fait :

- Des partenaires socio-économiques en tant que clients, fournisseurs et salariés des firmes cotées ;
- Pour les produits de la finance SR, l'ubiquité des souscripteurs est plus large encore : les détenteurs de parts ou d'actions de fonds sont également des citoyens soucieux de prévenir les dégâts occasionnés par l'activité économique sur le milieu naturel et/ou l'environnement sociétal.

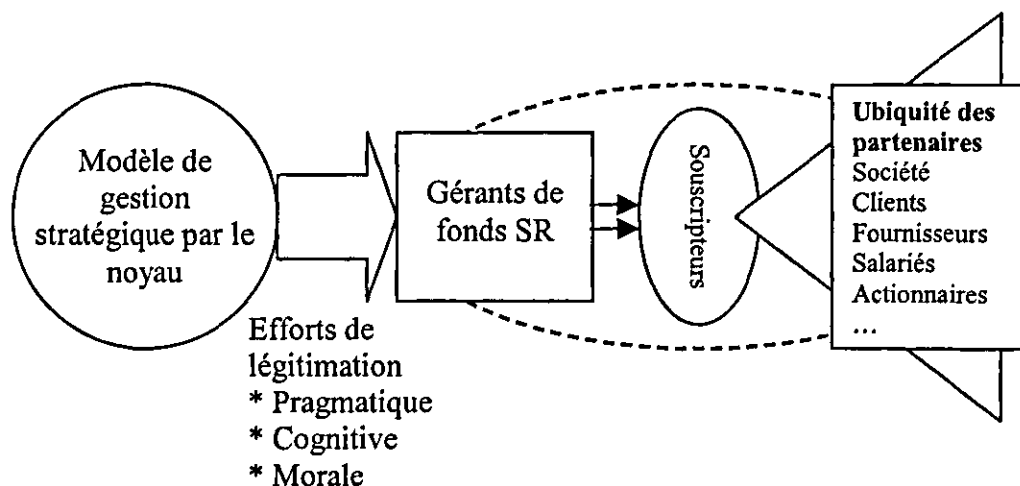
Les fonds SR constituent ainsi une épargne collective multi-strates. Leur étude permet ainsi de procéder à une expérimentation de notre modèle de légitimité au niveau simultanément des trois catégories identifiées de partenaires du projet stratégique ;

- Les fonds SR sont des produits financiers construits sur des techniques financières qui permettent d'optimiser la performance compte-tenu du risque encouru. C'est la légitimité pragmatique. Leurs décisions d'investissement et de désinvestissement sont fixées sur la base des informations transmises à la communauté des investisseurs par le noyau des entreprises cotées. C'est la légitimité cognitive. Mais l'achat, la vente et la pondération des valeurs en portefeuille sont également déterminés sur des critères extrafinanciers qui évaluent la responsabilité sociétale des firmes. C'est la légitimité morale. Ainsi, les fonds SR assurent un terrain d'expérimentation non seulement multi-strates mais également multi-légitimité ;
- Les fonds sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières placés sous la surveillance de l'Autorité des Marchés Financiers. Ils sont astreints à une production régulière auprès de leurs souscripteurs d'informations de qualité sur leurs méthodes et leurs objectifs. La recherche dispose de ce fait d'abondants données quantitatives (encours, évolution quotidienne ou hebdomadaire de la valeur liquidative, pondération du portefeuille etc.) et qualitatives (notices d'informations, interviews de gérants, plaquettes commerciales, rapports annuels pour les SICAV etc.) ;

- Le développement des fonds SR est d'autant plus caractéristique qu'il s'est situé dans un contexte boursier, en 2001 et 2002, particulièrement défavorable, marqué par un retournement de cycle, par la chute des places financières majeures. Cette croissance des encours gérés et la multiplication des fonds SR présents sur le marché de la gestion indirecte est le reflet direct du déploiement des pratiques et discours s'inspirant de la RSE dans la gouvernance des firmes cotées. Il y a donc un lien entre le développement de la RSE et développement de l'ISR.

Notre objectif dans la seconde partie de cette étude est donc de caractériser les efforts de légitimation du noyau stratégique. Nous recueillons nos données au niveau des gérants à qui est déléguée la gestion collective de l'épargne de souscripteurs qui sont à la fois actionnaires, partenaires primaires et parties prenantes secondaires. La question est alors de savoir si les sociétés de gestion jouent un rôle de facilitateur de la transaction, utile pour asseoir la légitimité du noyau, ou un rôle d'intermédiaire, simplement attaché à capter de la valeur dans la réalisation de la transaction (commission, frais de gestion etc.) ?

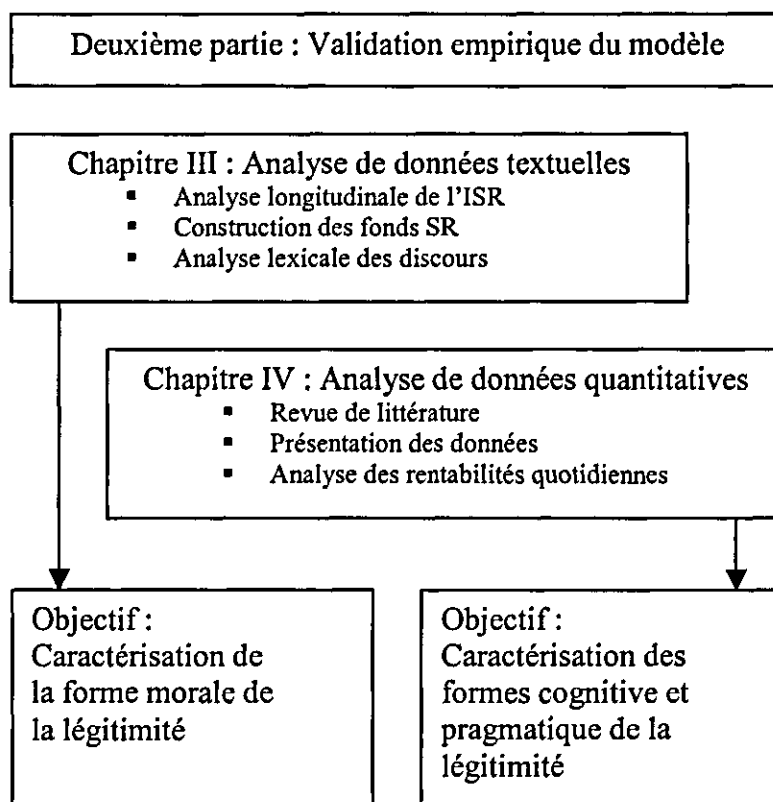
**Figure P2-1 : Modélisation du terrain d'expérimentation :  
un acteur multi-strate et multi-légitimité de la strate actionnariale**



Ainsi, le premier chapitre empirique présente les caractéristiques historiques et techniques des fonds SR. Sur cette base, nous procédons à une

analyse des données textuelles (ADT) transmises aux souscripteurs *via* les notices d'information dans l'objectif de caractériser les attentes développées par les gérants en direction des dirigeants et des contrôleurs dans le renforcement de leur légitimité morale. Le second chapitre, qui clôt cette recherche, propose une analyse de la performance des fonds et indices SR. Une revue de littérature sur les déterminants SR de la performance organisationnelle et sur la performance des fonds et indices SR permet d'abord de mettre en évidence les hypothèses en débat. Certaines d'entre elles sont ensuite l'objet d'une série de tests statistiques sur les différentes mesures de la performance ajustée au risque. L'objectif est alors de mesurer la nature et la portée des efforts de légitimation du noyau en terme de légitimités cognitive et pragmatique, de création de valeur pour les actionnaires.

**Figure P2-2 : Plan de la deuxième partie**



## Chapitre III

### Validation empirique de la légitimité morale

Le développement d'OPCVM « socialement responsables » (SR) ou, plus globalement « éthiques » est une des tendances majeures de l'industrie financière en France et en Europe dans les années 2000. Aujourd'hui, il n'est de banques ou d'assureurs, à travers leurs filiales de gestion d'actifs, établis sur la place qui ne se soient lancées dans la conquête de cette nouvelle niche de marché. En effet, un nombre sans cesse croissant d'épargnants est désireux de profiter des performances proposées par les marchés de capitaux. Mais ils refusent également de spéculer, d'investir sous le coup de purs impératifs financiers de rentabilité et de risque, dans des titres émis par des entreprises dont l'activité, les pratiques et la stratégie peuvent s'avérer contraires à leurs options politiques, philosophiques, morales ou religieuses. Les gérants de fonds font ainsi l'interface entre les entreprises cotées qui cherchent à développer et faire reconnaître une gouvernance inspirée par la responsabilité sociale et environnementale (RSE) et des épargnants désireux de sélectionner leurs investissements sur les marchés internationaux de capitaux sur des critères financiers et extrafinanciers. Il est donc nécessaire de s'arrêter sur cette offre spécifique que constitue l'investissement socialement responsable (ISR) sur le marché de la collecte d'épargne. Nous cherchons à en apprécier les particularités et à en comprendre la structure qui répond aux efforts de légitimation déployés par le noyau stratégique face à des partenaires, notamment financiers, qui développent de nouvelles contraintes sur les méthodes de pouvoir et l'objectif poursuivi par les firmes.

Les questions sont nombreuses sur la manière dont les gérants de fonds assurent leur rôle de liaison entre marchés internationaux de capitaux et épargnants. Comment les gérants ont-ils intégré les critères éthiques dans la gestion de portefeuille ? Quels sont ces critères ? Evoluent-ils dans le temps ? Quelles sont les motivations des sociétés de gestion alors que, pour l'essentiel, elles commercialisent par ailleurs des fonds traditionnels ? Reposant sur une



grille de lecture distinguant deux types de concurrence d'une part et les formes de légitimité du noyau stratégique d'autre part, la recherche procède en trois étapes. La première présente la concurrence industrielle et la concurrence commerciale<sup>222</sup>. Ce cadre est appliqué aux sociétés de gestion et au développement de leurs gammes de fonds SR. La deuxième étape est une analyse longitudinale cherchant à comprendre le contexte, la forme et l'intensité du développement des fonds éthiques à travers le temps. Ainsi, un historique permettra de présenter quelques expériences internationales significatives, notamment aux Etats-Unis et dans les économies occidentales. Ce travail est à la base d'une étude plus développée consacrée au marché français. L'objectif est d'appréhender le processus d'intégration des critères extrafinanciers dans le filtrage des entreprises éligibles à l'univers d'investissement des fonds et de comprendre la diversité des attentes exprimées en direction du noyau stratégique. Ainsi, la troisième étape est une analyse en coupe instantanée du marché français en 2003-2004. A partir d'une recherche documentaire, une analyse de données textuelles permettra de faire un état des lieux de la diversité des critères sociaux et environnementaux, dont la lecture s'inspire largement du cadre analytique du gouvernement d'entreprise développé dans la première partie, guidant le processus de gestion des fonds éthiques de droit français.

---

<sup>222</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *Les groupes industriels*, éditions Economica, Paris, 1986, 187 pages

# 1. Concurrences industrielle et commerciale

Dans une optique largement stratégique, Bernard de Montmorillon développe que l'entreprise construit son avantage concurrentiel en amont et en aval de la transaction définissant ainsi deux types de concurrence, l'une « industrielle » et l'autre « commerciale ». Cette grille de lecture est appliquée aux sociétés de gestion qui constituent une interface entre demande et offre de financement, entre marchés financiers et marché de la gestion indirecte.

## 1. 1. Définition

La firme affronte simultanément deux types de concurrence au cours de la réalisation de son projet économique.

La première concurrence est industrielle. Elle est située en amont de la transaction, au niveau de la production de l'offre. Elle se définit comme « *le processus de maîtrise des différentes compétences mises en œuvre dans l'ensemble des transactions auxquelles conduit le métier du groupe*<sup>223</sup> ». Elle porte sur la capacité de l'entreprise à créer une offre de biens et de services en mesure de supporter la compétition sur les marchés. L'enjeu est de maîtriser et d'assembler l'ensemble des compétences nécessaires à l'activité productive. Le coût et la qualité du produit ultime offert dépendent alors à la fois du coût et de la qualité de chaque compétence prise isolément et du coût et de la qualité de leur assemblage effectué par la firme. Maîtriser une compétence ne signifie donc pas seulement disposer d'un accès à celle-ci en l'achetant ou, en la louant mais également en comprendre les caractéristiques pour procéder à des combinaisons économiquement pertinentes, valorisables sur les marchés car répondant à une demande substantielle et solvable de produits.

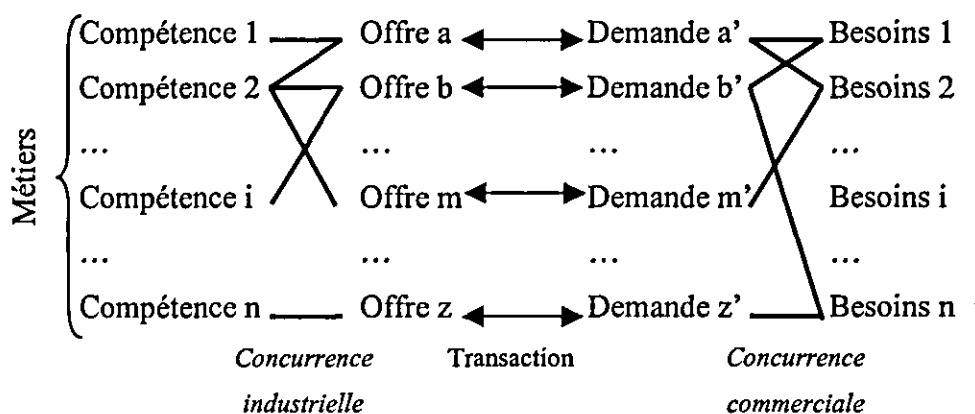
La seconde concurrence est commerciale. Elle est située en aval de la transaction, au niveau de la perception par le marché, c'est-à-dire de la demande. Elle est « *la qualité de l'adaptation du contenu de la transaction aux*

---

<sup>223</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *op. cit.*, p. 141

attentes du consommateur<sup>224</sup> ». Elle porte donc sur la capacité de l'entreprise à réaliser l'échange avec le client en proposant un bien ou un service spécialisé intégrant un nombre plus ou moins important de compétences en mesure de satisfaire les besoins spécifiques. L'objectif est de maîtriser la filière de distribution du produit pour détecter, comprendre et s'adapter aux évolutions de la consommation. Le schéma qui suit est une illustration de cette analyse par compétences et par besoins regroupés en offres et en demandes qui se rencontrent pour déterminer les transactions.

Figure 3-1 : Concurrences industrielle et commerciale



Tiré de Bernard de Montmorillon (1986), p. 99 et 141

Produire et vendre : de ces trois mots, aucun n'est moins important que les deux autres. En fait, alors que la demande se spécialise vers des produits de plus en plus originaux, toute la difficulté réside dans l'habileté de l'entreprise à concilier en même temps les deux concurrences, l'une industrielle et l'autre commerciale, qui sont imbriquées : « le fait que les produits non pas soient mais seulement puissent être complexes amène une conséquence immédiate : le producteur se trouve confronté – peut se trouver confronté – à des transactions dont le contenu est variable. Dès lors, il peut être amené à modifier l'objet de la transaction en fonction de l'acheteur : la spécificité croissante des transactions renvoie donc directement à leur croissante complexité<sup>225</sup> ».

<sup>224</sup> *Idem*, p. 141

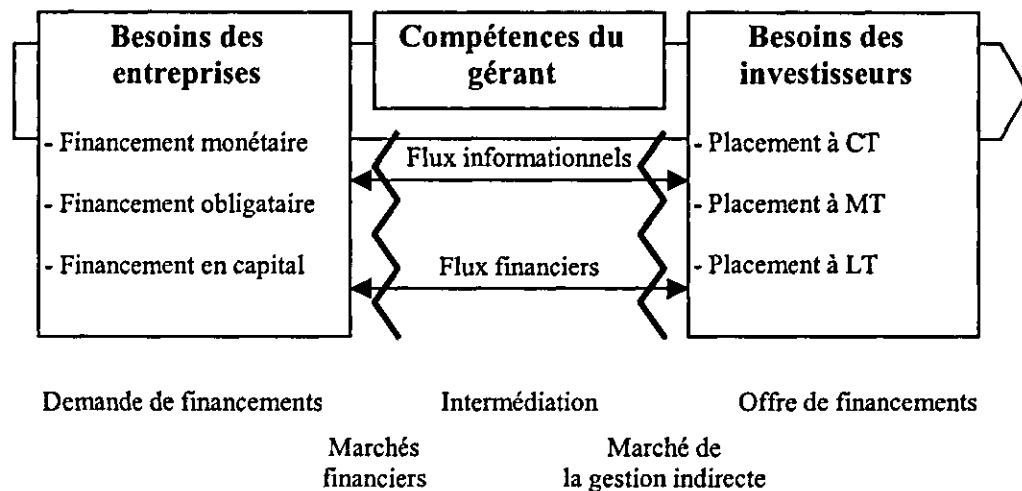
<sup>225</sup> *Ibidem*, p. 141

L'optique est ainsi dynamique. Pour s'adapter, en réagissant son portefeuille de compétences maîtrisées, aux évolutions des marchés, à l'émergence de nouveaux besoins, à une nouvelle expression de besoins déjà connus, la firme doit pouvoir modifier, parfois considérablement et rapidement, son offre.

## 1. 2. Application aux sociétés de gestion

Une telle grille de lecture est applicable aux sociétés de gestion d'actifs qui évoluent à la charnière des marchés financiers et du marché de la gestion indirecte.

Figure 3-2 : Logique de filière



Une part croissante de l'offre de capitaux est conditionnée par des exigences nouvelles intégrées dans les programmes de sélection de titres cotés<sup>226</sup>. Le développement de l'ISR a ainsi pour conséquence une complexification du mécanisme de confrontation, sur les marchés internationaux de capitaux, de l'offre de financements exprimée par les épargnants à la recherche d'entreprises SR tout en étant économiquement performantes, avec la demande de financements exprimée par les entreprises. L'impact de cette évolution se mesure auprès des sociétés de gestion qui ont un

<sup>226</sup> Cf. Lois A. Mohr, Deborah J. Webb et Katherine E. Harris, « Do Consumers Expect Companies to be Socially Responsible? The Impact of Corporate Social Responsibility on Buying Behavior », *Journal of Consumer Affairs*, vol. 35, n° 1, 2001, p. 45-72

rôle d'intermédiaire entre les entreprises et les ménages ne souhaitant pas gérer en direct un portefeuille de valeurs mobilières. Pour assurer la réalisation des flux financiers en investissant, au nom de ses souscripteurs, dans les firmes qui informent le marché sur le développement de leurs bonnes pratiques économiques, sociétales et environnementales, le gérant mobilise son expertise financière et, dans le cas de l'ISR, son expertise sociale pour constituer un portefeuille de titres cotés. En ajustant cette analyse au secteur financier, la société de gestion est appelée à contrôler « n » compétences regroupées en métiers. Celles-ci sont notamment, sans être exhaustif :

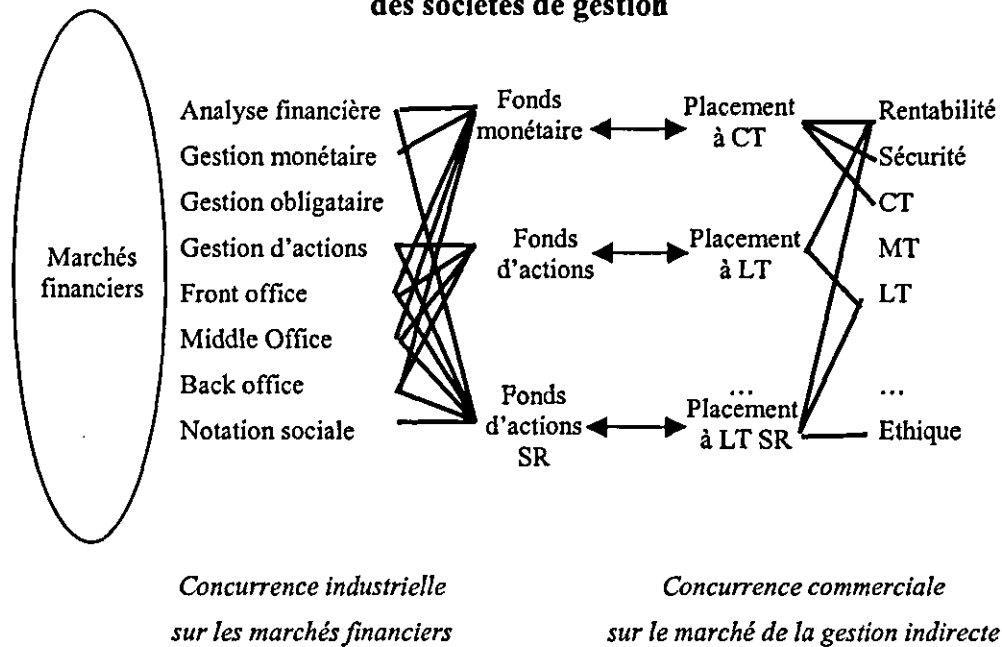
- L'analyse financière des sociétés émettrices qui permet de détecter les opportunités d'investissement dans des titres sous-évalués et de désinvestissement pour les titres dont l'évaluation par les marchés financiers est excessive ;
- L'analyse sociale qui évalue le comportement des entreprises sur des critères extrafinanciers ;
- L'enregistrement comptable des opérations financières du fonds mutuel (*back office*) ;
- Le contrôle des risques pris par le gérant, au nom des épargnants, en conformité avec l'objectif de gestion (*middle office*) ;
- La gestion de portefeuille sur les différents marchés monétaires, obligataires, d'actions, de produits dérivés (*front office*), c'est-à-dire la création et le suivi d'un ensemble de valeurs mobilières qui optimise le couple rentabilité/risque.

Toutefois le gérant, nous l'avons vu, peut se limiter à contrôler un accès à certaines compétences sans avoir à toutes les posséder. En effet, des entreprises spécialisées peuvent capter des économies d'échelle par leurs capacités de traitement d'opérations. Il peut alors s'avérer moins onéreux de déléguer certaines activités annexes au métier principal de gestion d'actifs plutôt que de consentir un investissement en constitution interne de compétences. C'est le cas notamment des tâches de *back office* (Euro VL...) et d'analyse sociale (agences Vigéo en France, Ethibel en Belgique, SAM pour les pays anglo-saxons). Cependant, l'analyse sociale est une nouvelle compétence qui connaît des évolutions. Elle est de plus en plus fréquemment

internalisée, partiellement ou intégralement par les gérants. En effet, dans les premières années de développement de l'ISR, les sociétés de gestion ont pour principal objectif d'occuper la nouvelle niche du marché de la gestion indirecte en construisant un ou plusieurs OPCVM SR. Aujourd'hui, sur un marché en voie de stabilisation, alors que la croissance des encours ralentit, la notation sociale apparaît comme une nouvelle compétence-clé que les gérants d'OPCVM doivent posséder pour affronter à la fois la concurrence industrielle, en amont de la transaction et la concurrence commerciale, en aval de la transaction. Sous forme de véhicule de placement collectif, la gestion d'un portefeuille de titres émis par des entreprises et des organisations SR constitue donc un service financier innovant. Ce service est plus complexe. Il élargit la gamme des fonds disponibles en reflétant une nouvelle segmentation des épargnants demandeurs de produits spécifiques. Ainsi, à des fonds traditionnels profilés par niveau de risque (du plus risqué au moins risqué : placements monétaires, obligataires, en actions) s'ajoutent des fonds SR déclinés également par niveau de risque (fonds monétaires SR, fonds obligataires SR, fonds en actions SR etc).

De fait, les gérants de fonds doivent produire chacun une nouvelle gamme de fonds. Il leur faut donc maîtriser les compétences nécessaires pour créer et gérer, sur les marchés financiers, un portefeuille de titres et de valeurs mobilières : c'est la concurrence industrielle. Mais les sociétés de gestion doivent également collecter l'épargne des ménages, c'est-à-dire vendre des parts de FCP et des actions de SICAV aux souscripteurs désireux d'investir sur les marchés internationaux de capitaux : c'est la concurrence commerciale. La figure suivante illustre cette double concurrence dans le contexte de l'émergence de l'ISR :

**Figure 3-3 : Concurrences industrielle et commerciale  
des sociétés de gestion**



Les fonds en sélectionnant des titres jouent le même rôle que les informateurs (presse, *mass médias*). Ils signalent les efforts de légitimité du noyau en direction des différentes strates.

### 1. 3. Une nouvelle compétence à maîtriser : l'analyse sociale

L'analyse du comportement sociétal et environnemental d'une entreprise pour détecter les valeurs mobilières éligibles à l'univers d'investissement des fonds SR prend la forme d'un filtrage social qui est « *un critère non financier appliqué dans un processus de décision d'investissement. Plus spécifiquement, un filtrage social est l'expression d'un intérêt sociétal, éthique ou religieux sous une forme qui permet au gérant de fonds de l'appliquer dans le processus de décision d'investissement avec d'autres filtres<sup>227</sup>* ». Deux techniques existent : le *screening* négatif et le *screening* positif.

<sup>227</sup> Cf. Peter D. Kinder et Amy L. Domini, « Social Screening : Paradigms Old and New », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol. 6, n° 4, p. 13

### 1. 3. 1. Le *screening* négatif

Nous définissons le *screening* négatif (ou filtrage d'exclusion) comme une méthode de sélection de valeurs mobilières procédant par exclusion *a priori* de l'univers d'investissement d'un fonds, des titres émis par des entreprises (*sin stocks*) et organisations tirant tout ou partie de leurs revenus d'activités jugées non éthiques par nature car nocives pour la santé et la vie de l'Homme. Toutes les autres valeurs mobilières sont alors par défaut jugées éthiques. Cette méthodologie s'inscrit dans un « paradigme auto-référentiel » qui veut ne retenir du monde que les éléments jugés moralement acceptables<sup>228</sup>. Cette technique est historiquement la première à insérer des considérations extrafinancières dans la sélection de titres en portefeuilles. Apparue sur les marchés financiers américains<sup>229</sup> au cours des années 1920, elle demeure empreinte de ses origines religieuses en écartant traditionnellement les sociétés liées à certains secteurs d'activité :

- La production de biens nocifs pour la santé physique de l'Homme : le tabac et les spiritueux entraînent des risques sanitaires menant à des addictions et pouvant déboucher sur des maladies (cancer, cirrhose etc.) ;
- La production de biens et services nocifs pour la santé morale de l'Homme : le sexe mène à l'avilissement de la condition féminine tandis que les jeux de hasard constituent une forme d'enrichissement aléatoire qui ne tient pas au mérite ou à la réussite dans une activité socialement utile ;
- La production de dispositifs létaux, directement dangereux pour la vie de l'Homme : la production d'armes de poing, d'équipements militaires mais également les produits anticonceptionnels et abortifs.

Cependant, les pratiques de *screening* négatif se sont diversifiées au cours du temps. Ainsi, la liste noire a été plus ou moins largement modifiée. Certains

---

<sup>228</sup> *Idem*, p. 13

<sup>229</sup> Cf. Denis Dupré, Isabelle Girerd-Potin et Raghid Kassoua, *Intégrer la dimension éthique dans la gestion quantitative de portefeuille*, XVI<sup>e</sup> journées des IAE, éditions Economica, Paris, 2002, pp. 90-91



gérants ne retiennent que quelques items comme l'alcool, les jeux de hasard, le tabac et l'armement et n'excluent plus les entreprises liées au sexe. D'autres, au contraire, l'ont rallongée pour y faire figurer le nucléaire. C'est le cas notamment des indices d'actions SR de la famille FTSE4Good<sup>230</sup>. Le sexe reste un sujet de débat. Dans une acception religieuse, la procréation doit être naturelle, sans frein, interdisant le recours à l'avortement et l'utilisation de produits contraceptifs. En France, les fonds mutuels qui revendiquent une éthique chrétienne refusent d'investir dans les entreprises qui produisent des pilules abortives. Le FCP Hymnos en est un exemple<sup>231</sup>. Pour d'autres, le sexe a été l'objet d'une redéfinition. Prenant acte d'un contexte social qui a évolué avec la multiplication des unions libres, vers une sexualité moins contrainte, l'exclusion porte sur la pornographie et non sur les conditions de contrôle volontaire de la reproduction humaine. Egalement, d'autres usages ont émergé. Nombre de gérants ont assoupli l'utilisation de la méthode tout en conservant son principe général d'exclusion. Certaines valeurs ne sont plus écartées automatiquement mais seulement à partir d'un seuil critique de chiffre d'affaire généré par les activités considérées comme non éthiques. Par exemple, le Domini Social Index est un indice composé de 400 actions SR qui n'exclut que les firmes dont le chiffre d'affaires est tiré à plus de 2% de la vente d'armement, d'alcool, de tabac et de jeux de hasard<sup>232</sup>.

Le tableau ci-dessous présente quelques entreprises cotées exclues de l'univers d'investissement des fonds éthiques utilisant le *screening* négatif.

**Tableau 3-1 : Quelques entreprises cotées exclues par le *screening* négatif**

<i>Screening</i>	Entreprise	ISIN
Sexe	Ansell	AU000000ANN9
Sexe	Aventis	FR0000130460
Sexe	Pfizer	US7170811035
Jeu	Groupe Partouche	FR0000053548

<sup>230</sup> [www.ftse.com/ftse4good](http://www.ftse.com/ftse4good)

<sup>231</sup> Les Echos, avril 2000, « Investir dans les entreprises qui se conduisent bien »

<sup>232</sup> Cf. Meir Statman, « Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, May-June, 2000, vol. 56, n° 3, p. 30-39

Jeu	Accor	FR0000120404
Spiritueux	Pernod Ricard	FR0000120693
Spiritueux	Rémy Cointreau	FR0000130395
Tabac	Altadis	ES0177040013
Armement	EADS	NL0000235190
Armement	Thalès	FR0000121329
Nucléaire	Areva	FR0004275832

---

Ansell est la maison-mère de Manix, entreprise fabricant et distribuant des préservatifs. Aventis et Pfizer sont des laboratoires pharmaceutiques européen et américain produisant respectivement la pilule abortive RU 486 et le Viagra. Le Groupe Partouche est le leader européen des hôtels-casinos en concurrence directe avec le groupe Accor. Pernod-Ricard et Rémy-Cointreau sont deux des leaders mondiaux de la vente de boissons alcoolisées tandis qu'Altadis est née de la fusion du cigarettier français Seïta avec son homologue espagnol Tabacalera. Enfin, Thalès produit des systèmes d'armement tandis qu'EADS est né d'un rapprochement d'entreprises allemandes, anglaises et françaises spécialisées dans l'aéronautique civil et militaire.

### 1. 3. 2. Le *screening* positif

La seconde méthode d'analyse sociale est le *screening* positif (ou filtrage d'inclusion) qui peut se définir comme une méthode de sélection de valeurs mobilières procédant par inclusion *a posteriori*, dans l'univers d'investissement d'un fonds, des titres émis par des entreprises et des organisations ayant démontré leur caractère SR par le respect de critères sociaux, sociétaux et/ou environnementaux. Par défaut, toutes les autres sociétés sont jugées non éthiques. Apparue plus récemment au cours d'un processus qui démarre au tournant des années 1960 et 1970, cette méthodologie se fait l'expression d'une éthique moins religieuse, plus agnostique, fondée sur la RSE procédant à une analyse des pratiques stratégiques, industrielles, managériales et commerciales des entreprises par rapport à des standards définis dans une logique de gouvernement d'entreprise qui intègre les attentes

des actionnaires, des partenaires socio-économiques et environnementaux. Le *screening* positif est donc une sélection active des valeurs cotées qui doivent passer avec succès plusieurs critères évaluant la qualité des relations de la firme avec ses partenaires. La démarche s'inscrit dans un « paradigme global » où l'ISR est un levier qui permet de changer la réalité sans se contenter de la contourner<sup>233</sup>.

Nous prenons pour illustration les critères extrafinanciers que l'agence de notation sociale Vigéo utilise pour analyser les pratiques des entreprises cotées sur les marchés financiers européens. Ceux-ci reposent largement sur une lecture gouvernementale de la firme et sur la théorie des parties prenantes<sup>234</sup>. Ainsi, si nous n'obtenons pas une hiérarchie explicite des strates ou des acteurs impliqués ou concernés par le processus productif, nous obtenons par contre un recensement des cinq partenaires considérés comme importants voire essentiels : les actionnaires, les salariés, les clients et les fournisseurs, la société civile et, enfin, l'environnement naturel. Les différentes strates de parties prenantes se retrouvent ainsi dans la RSE.

#### 1. 3. 2. 1. Les items actionnariaux

La première catégorie est constituée des apporteurs de capitaux. La logique est donc celle du gouvernement d'entreprise actionnarial.

**Tableau 3-2 : Les relations avec les actionnaires selon Arese<sup>235</sup>**

Critère	Thèmes	Type de légitimité
Relations avec les actionnaires	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Transparence sur les rétributions des administrateurs et des dirigeants</li> <li>▪ Outils d'information</li> <li>▪ Composition et fonctionnement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cognitive</li> <li>▪ Pragmatique / Morale</li> </ul>

<sup>233</sup> Cf. Peter D. Kinder et Amy L. Domini, *op. cit.*, p. 13

<sup>234</sup> Cf. Jacques Igalens et Jean-Pascal Gond, « La mesure de la performance sociale de l'entreprise : une analyse critique et empirique des données ARESE », *Revue Française de Gestion des Ressources Humaines*, octobre-décembre, 2003, n° 50, p. 120

<sup>235</sup> *Idem*, p. 120

	du CA ▪ Droits et devoirs des actionnaires	Morale
--	---	--------

De prime abord, le nombre réduit de thèmes retenus peut s'interpréter comme la marque d'un intérêt très relatif de la RSE pour les préoccupations des apporteurs de capitaux. Mais ce constat n'est qu'une illusion. En effet, les efforts de légitimation pragmatique consentis par le noyau stratégique en direction des actionnaires non contrôlares sont évaluées par les services d'analyse financière des sociétés de gestion et par des agences spécialisées telles que Fitch Ibc, Standard & Poor's et Moody's pour ne citer que les plus célèbres. La notation sociale ne peut ainsi se confondre avec la notation financière. En effet, la notation sociale est un processus indépendant qui cherche, dans la strate actionnariale, à évaluer l'attention accordée aux formes de légitimités cognitive et morale des actions du dirigeant et des contrôlares. Ceux-ci sont ainsi astreints à informer régulièrement les petits porteurs et les acteurs de marché sur la définition et les conditions de réalisation du projet stratégique. La transparence portée par la communication financière apparaît alors comme une dimension du comportement SR de la firme à l'égard de ses partenaires financiers. La RSE est ainsi complémentaire de la logique de création de valeur actionnariale en renforçant le niveau d'information des acteurs et, partant l'efficience des marchés financiers. En tant qu'apporteurs de capitaux, les actionnaires doivent être en mesure d'évaluer *ex ante* le potentiel de performance de leurs placements pour opérer leurs sélections de titres, leurs investissements et leurs désinvestissements. La dimension morale de la légitimité du noyau auprès des minoritaires est également présente. Elle est contenue dans le respect des règles de gestion de l'entreprise conformément aux principes édictés et soutenus par les marchés financiers portant notamment sur la composition et le mode de fonctionnement des Conseils d'Administration et les droits et devoirs des actionnaires. La légitimité morale est également présente avec l'intégration, dans le processus d'analyse sociale, de critères portant sur la qualité des relations que la firme doit nouer avec les autres acteurs des strates partenariale et citoyenne, apporteurs de ressources productives, sociales, sociétales ou écologiques.

### 1.3.2.2. Les items partenariaux

Le processus de notation sociale de Vigéo incite à l'extension de la gouvernance. Le gouvernement d'entreprise devient ainsi partenarial, s'élargissant aux partenaires socio-économiques tels que les salariés, les clients et les fournisseurs. Ce sont donc trois catégories d'acteurs dont la participation et la qualité de la mobilisation semblent d'importance pour la réalisation du projet économique.

**Tableau 3-3 : Les relations avec les partenaires socio-économiques selon Arese<sup>236</sup>**

Critères	Indicateurs	Type de légitimité
Relations avec les ressources humaines	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Politique de rémunération</li> <li>▪ Satisfaction des salariés</li> <li>▪ Gestion de l'emploi</li> <li>▪ Gestion des carrières</li> <li>▪ Employabilité</li> <li>▪ Climat social</li> <li>▪ Cohésion sociale</li> <li>▪ Conditions de travail</li> <li>▪ Hygiène et sécurité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pragmatique</li>   <li>▪ Cognitive/Morale</li> </ul>
Relations avec les clients et les fournisseurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Informations et prestations supplémentaires pour le client</li> <li>▪ Mesure de la satisfaction clients et fournisseurs</li> <li>▪ Développement des partenariats en R&amp;D, production et distribution</li> <li>▪ Maîtrise des processus et des services</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pragmatique / cognitive</li>   <li>▪ Pragmatique</li> </ul>

<sup>236</sup> *Idem*, p. 120

<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Formation et information du personnel</li> <li>▪ Culture client</li> <li>▪ Orientation client</li> <li>▪ Capacité à innover</li> <li>▪ Symétrie de traitement des fournisseurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cognitive</li>       <li>▪ Morale</li> </ul>
--	---

La RSE accorde un grand intérêt à la qualité et l'intensité des relations nouées entre le noyau stratégique, au nom de la firme, et les salariés. Les thèmes sont ainsi très nombreux. La démarche cherche ainsi à évaluer l'acceptation par les collaborateurs du pouvoir du dirigeant et des contrôleurs sur le processus productif. L'analyse porte sur les trois modalités identifiées de la légitimité :

- La légitimité pragmatique avec les thématiques de rémunération, de satisfaction des salariés et la sécurité de l'emploi (gestion de l'emploi, gestion des carrières, employabilité) créant une valeur partenariale où la rémunération excède le coût d'opportunité ;
- La légitimité cognitive transparaît avec les thèmes du climat social et de la cohésion sociale qui est le fruit le plus souvent de négociations collectives, attirant l'attention du management sur la nécessité d'instaurer une communication régulière entre la direction et les salariés pour assurer leur compréhension des modalités de fonctionnement de l'entreprise ;
- La légitimité morale avec la gestion de l'emploi qui contient notamment un indicateur de structure des effectifs qui permet de détecter d'éventuelles discriminations à l'égard de certaines populations telles que les minorités, les handicapés, les salariés les plus vieux etc.

Toutefois, il est possible de considérer que certains thèmes ne se rattachent pas exclusivement à une forme de légitimité mais à deux voire trois formes d'acceptation du pouvoir du dirigeant et des contrôleurs au sein de la même strate de partenaires. La cohésion sociale en est un exemple. Sa

dimension est morale pour créer un esprit d'équipe, un sentiment d'appartenance propice à l'épanouissement individuel mais elle passe également par l'instauration d'un dialogue social de qualité entre les salariés et le management. La lecture des indicateurs n'est pas non plus sans lien avec la porosité des strates au sein du portefeuille de relations contractuelles liant la firme à ses partenaires. Les conditions de travail d'hygiène et de sécurité et le développement de l'employabilité sont tout autant des thématiques qui relèvent de la légitimité pragmatique auprès des salariés qu'auprès des actionnaires car ils révèlent un intérêt du noyau stratégique à assurer la productivité de l'entreprise, sa souplesse, sa capacité à intégrer de nouvelles techniques et technologies et, partant à créer plus de valeur ajoutée dont une part revient aux détenteurs du capital. Ceci est un exemple de l'usage instrumental de la théorie des parties prenantes. Le noyau gère également un ensemble de relations avec des acteurs en amont et en aval de la chaîne de création de valeur. Les trois dimensions de la légitimité se retrouvent :

- Pragmatique avec le thème des prestations supplémentaires pour le client, le développement des partenariats en R&D, production et distribution qui stabilisent les relations avec les fournisseurs ;
- Cognitive avec les informations supplémentaires pour le client, la formation et l'information du personnel, la culture et l'orientation client, et la capacité à innover pour assurer un ajustement continu des pratiques dans le sens de l'efficacité économique ;
- Morale, enfin, avec le thème de la symétrie de traitement des fournisseurs qui est tout autant une nécessité économique qu'éthique. On a sans doute là une illustration du principe d'équité avancé par la théorie des parties prenantes.

### 1.3.2.3. Les items citoyens

Les deux derniers critères de l'analyse sociale de Vigéo intègrent les partenaires environnementaux que sont la société civile et le milieu naturel qui élargissent la gouvernance pour lui donner une dimension citoyenne enracinant

l'entreprise dans un corps social, sur un territoire par la création d'un consensus sur ses modalités de fonctionnement.

**Tableau 3-4 : Les relations avec les partenaires environnementaux selon Arese<sup>237</sup>**

Critères	Thèmes	Type de légitimité
Relations avec la société civile	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mécénat humanitaire et social</li> <li>▪ Mécénat environnemental</li> <li>▪ Mécénat culturel et éducatif</li> <li>▪ Développement du tissu économique local</li> <li>▪ Lutte contre l'exclusion</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pragmatique</li>   <li>▪ Morale</li> </ul>
Relations avec l'environnement	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Gestion des risques environnementaux</li> <li>▪ Programmes d'économie des ressources</li> <li>▪ Programme de gestion des émissions</li> <li>▪ Gestion des transports</li> <li>▪ Formation, information, sensibilisation des partenaires</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pragmatique</li>   <li>▪ Cognitive</li> </ul>

Le noyau stratégique cherche à obtenir une légitimité de son projet économique auprès de la société et de ses éléments actifs que sont les intercesseurs médiatiques qui peuvent défendre les intérêts du tissu social, d'un territoire, du milieu naturel. En direction de la société civile, la recherche d'une acceptation du pouvoir de la firme est ainsi dotée d'une dimension pragmatique. En effet, les mécénats de type humanitaire, social, environnemental, culturel et éducatif et le développement du tissu économique local pour enraciner l'entreprise constituent des reversements consentis par la firme pour assurer la préservation du cadre sociétal et une paix citoyenne autour de l'entreprise. Par contre, la légitimité cognitive n'apparaît pas clairement comme un indicateur de la RSE mais on peut être certain que les

<sup>237</sup> *Idem*, p. 120



entreprises ont le soin de communiquer largement sur leurs initiatives valorisantes auprès du corps social (rapports de développement durable, sponsoring, articles de presse...). La légitimité morale également n'est pas directement prise en compte. Cependant, la volonté du noyau de créer des externalités positives, qui ne sont pas intrinsèquement de nature économique, est sans doute l'affirmation d'un souci de conformation à des valeurs éthiques et morales produites par la société civile ou par la firme elle-même par sa représentation et sa sensibilité aux pressions externes. L'environnement naturel est un autre partenaire. La légitimité pragmatique apparaît avec les thèmes concernant la gestion des risques environnementaux, les programmes d'économie des ressources et de gestion des émissions générées par l'activité de l'entreprise. La légitimité cognitive est également présente avec le thème de la formation, de l'information et de la sensibilisation des partenaires au respect de l'environnement, obligeant l'entreprise à communiquer sur les conditions de réalisation de son projet stratégique. Enfin, la légitimité morale du noyau stratégique apparaît. En effet, la sensibilisation induit que le respect de l'environnement de la part de la firme ne doit pas être une contrainte vécue comme accessoire, purement légale mais doit être intégrée comme une nécessité, comme une prise de conscience des équilibres écologiques éventuellement fragilisés par l'activité économique.

### 1. 3. 3. Pratiques des fonds SR ?

Chaque méthode de filtrage extrafinancier des valeurs mobilières a ses avantages et ses inconvénients, tant en termes de contenu éthique qu'en termes de pertinence financière. Le débat est d'importance car il n'est pas seulement technique, limité à la concurrence industrielle sur les marchés financiers. En effet, les gérants y jouent la crédibilité de leurs nouvelles gammes d'OPCVM auprès du grand public<sup>238</sup>, c'est-à-dire leur capacité à affronter la concurrence commerciale qui s'exerce en aval de la filière, sur le marché de la gestion indirecte entre fonds SR mais également avec les fonds traditionnels. La

---

<sup>238</sup> Cf. Pietra Rivoli, « Making a Difference or Making a Statement ? Finance Research and Socially Responsible Investment », *Business Ethics Quarterly*, 2003, vol. 13, n° 3, p. 273

question est alors : qu'est-ce qu'un fonds SR ? S'il existe des convergences dans les techniques, leur utilisation est différemment justifiée.

### 1. 3. 3. 1. Intérêts et limites des méthodes de filtrage

Chaque méthode de sélection comprend des avantages et des inconvénients, des intérêts et des limites.

Le filtrage d'exclusion se distingue par sa simplicité. L'analyse de l'entreprise consiste à recenser l'ensemble de ces activités et à détecter celles qui sont considérées comme non compatibles avec la liste noire fixée par le gérant du fonds mutuel. Un avantage est de nature financière. En effet, la rapidité de la méthode induit un coût relativement maîtrisé. Un intérêt est également sa transparence. La méthodologie permet aux politiques d'investissement des fonds d'être rapidement évaluées au regard des impératifs moraux édictés par les épargnants. Par contre, les inconvénients sont divers. D'une part, le filtrage d'exclusion repose sur l'information disponible sur les très nombreux métiers souvent assurés par les entreprises, au premier rang desquelles les firmes multinationales. D'autre part, la valeur morale d'une entreprise n'est estimée que sur la base de ses activités productives et non sur son comportement, c'est-à-dire la manière de procéder du noyau stratégique dans ses relations avec les actionnaires, les partenaires socio-économiques et les parties prenantes environnementales. Ainsi, l'exclusion *a priori* ne permet pas de procéder à une évaluation fine des entreprises : elle rejette d'emblée certaines d'entre elles et en accepte d'autres dont les activités sont peut-être non nocives mais dont les procédés par contre peuvent s'avérer contestables. C'est de cette critique, parfois difficile à assumer dans le cadre d'une gestion diversifiée d'un portefeuille de valeurs mobilières, qu'est notamment né le *screening* positif.

Le filtrage d'inclusion présente quelques intérêts sans échapper à son tour à quelques défauts. Cette méthode de sélection des valeurs mobilières développe une ingénierie de la notation sociale en procédant à une modélisation du fonctionnement de l'entreprise et de ses relations avec les

partenaires en fixant des standards de comportement SR. Le contenu éthique n'est donc pas moins important puisque le processus repose sur des référentiels en termes de qualité de la relation avec les cinq partenaires identifiés. Le contenu catégorique se retrouve à travers un cycle comprenant trois étapes pour chaque critère ou partenaire : la définition des objectifs à atteindre pour une gouvernance intégrant la RSE, la mise en œuvre de ces objectifs et la réalisation des objectifs. Toute la difficulté est de donner une épaisseur, une réalité observable aux jeux de pouvoirs qui habitent l'entreprise par la création d'indicateurs objectifs, quantitatifs qui n'excluent toutefois pas l'analyse<sup>239</sup>. Les données utilisées sont également plus riches pour alimenter une analyse multicritères qui comporte plusieurs dizaines d'indicateurs au total : données primaires directement récoltées auprès des entreprises, données secondaires produites par l'entreprise à des fins de communication générale, données quantitatives et qualitatives. La notation prend également en compte le biais sectoriel puisque les entreprises sont regroupées par activité permettant de détecter une moyenne de la performance sur chaque critère et de placer toutes les firmes par rapport à cette moyenne<sup>240</sup>.

L'audit comporte donc une certaine sophistication multipliant les partenaires, les indicateurs, les types de données. Pour autant, les limites sont grandes. La première est financière : le processus est long et complexe. En effet, il implique une recherche importante et mobilise des ressources documentaires et intellectuelles importantes. Le coût est donc relativement plus élevé que le filtrage d'exclusion et augmente, dans le cas des fonds SR, les frais de gestion qui amputent la performance des gérants versée aux souscripteurs. Il limite également les effets des efforts de légitimité pragmatique entrepris par le noyau stratégique en direction des actionnaires non contrôlares. Les autres inconvénients sont de nature éthique. Le *screening* positif est un mécanisme lourd qui est difficile à mettre à jour comparativement à l'analyse financière, plus réactive. Egalement, par sa complexité importante, la notation sociale est un processus dont le fonctionnement autant que les résultats sont moins transparents, puisque non rendus publics, à la différence

---

<sup>239</sup> Cf. Jacques Igalens et Jean-Pascal Gond, *op. cit.*, p. 119

<sup>240</sup> *Idem.*, p. 121

des notes financières largement communiquées à la communauté financière, et agrégeant des données de différentes natures. Pour y remédier, les gérants obtiennent, en plus de la note sociale globale, les scores obtenus sur une échelle de Likert pour chacun des cinq critères. Ainsi, il est laissé aux gérants la latitude de procéder, si besoin, à d'éventuelles sur et sous-pondérations et permettre pour d'affiner le profil écologique, social ou actionnarial de leurs fonds. Ceci rend possible la création de fonds thématiques spécialisés sur une strate ou certaines dimensions de la légitimité du noyau stratégique. En effet, la méthode de *rating* social est assez souple pour autoriser les OPCVM qui le souhaitent à privilégier certains critères pour bâtir leur propre approche de l'ISR. En France, par exemple, quelques fonds sont plus particulièrement soucieux de la qualité des relations avec certains partenaires : les salariés (FCP Capital Emploi), les actionnaires (Proxinvest Active Investors) ou l'environnement naturel (MAM Actions Environnement). Cependant, on peut s'interroger sur l'efficacité du filtrage d'inclusion. En effet, dans un numéro de son bulletin d'information trimestriel, Novethic procède à un recensement des valeurs composant un indice traditionnel d'actions de la zone euro<sup>241</sup>. L'analyse permet de voir que sur les 50 valeurs constituant l'Eurostoxx 50, deux seulement ne font pas partie des cinq indices SR mentionnés (ASPI eurozone, DJSI Europe, DJSI World, FTSE4Good Europe et ESI). En moyenne, chaque entreprise est présente dans près de trois indices SR différents : 2,88 pour être précis. A cette aune, peu de firmes se révèlent donc peu ou pas SR. Beaucoup de dirigeants et d'actionnaires contrôlares peuvent dès lors arguer d'une gouvernance SR dans leurs relations avec les partenaires financiers, les partenaires socio-économiques ou les parties prenantes sociétales et environnementales. Enfin, une critique avancée est qu'une partie des données est produite par les entreprises elle-mêmes. En effet, celles-ci sont le plus souvent acheteuses du service de notation sociale créant ainsi un biais potentiel : la société d'analyse sociale devient un fournisseur de la firme qu'elle note. On a là une source manifeste de conflit d'intérêt.

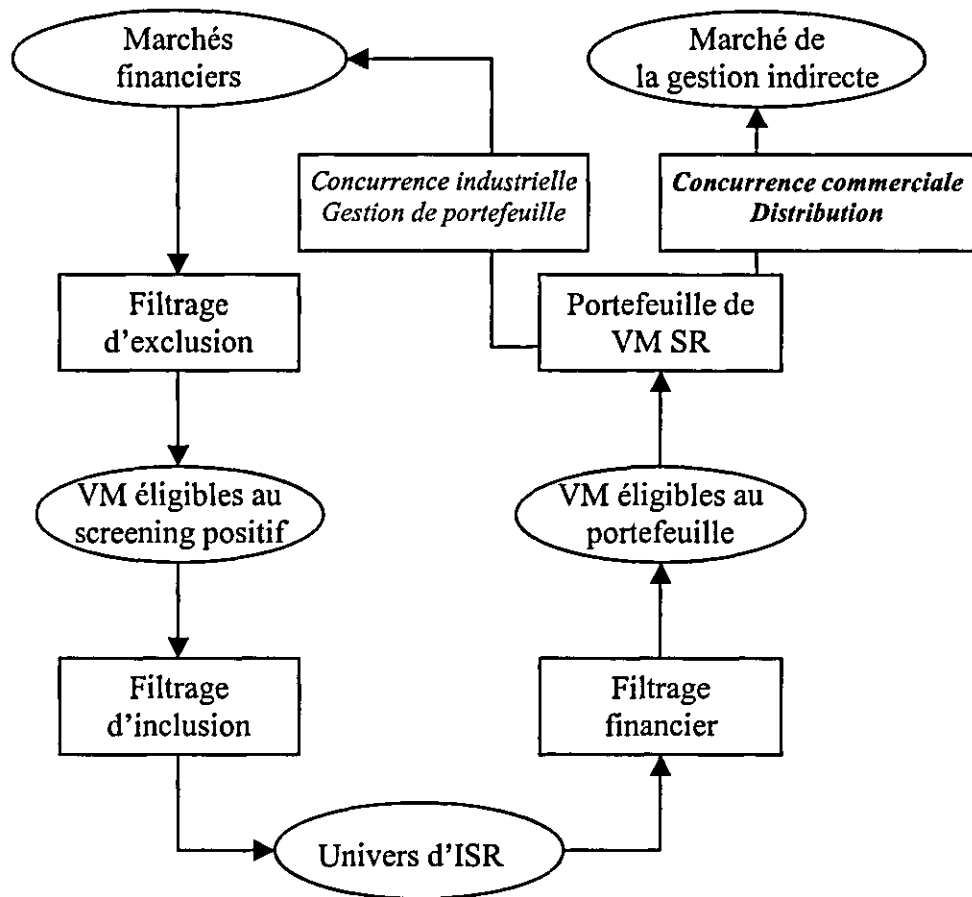
---

<sup>241</sup> Cf. Novethic, « L'indicateur Novethic », 4<sup>ème</sup> trimestre, 2004, p. 4

### 1. 3. 3. 3. Des pratiques diverses

Pour pallier aux défauts de chaque méthode, certains gérants procèdent à un mix du filtrage d'inclusion et du filtrage d'exclusion. Leur analyse sociale comporte alors à la fois un *screening* négatif qui renforce un *screening* positif (cf. figure suivante).

Figure 3-4 : Processus de sélection des titres en portefeuille d'un fonds SR



Fédéral Finance Gestion fournit un exemple avec sa gamme de fonds SR sélectionnant ses investissements, d'une part, à travers un filtrage d'exclusion pour le non-respect des droits de l'Homme selon les conventions internationales et, d'autre part, un ensemble de cinq critères dits « d'appréciation » équipondérés évaluant les relations avec les actionnaires, les

relations sociales, les relations avec les clients, les relations avec les fournisseurs et le respect de l'environnement<sup>242</sup>.

Après avoir analysé les méthodes de filtrage des titres en portefeuille sur des critères extrafinanciers, nous procédons à une analyse longitudinale de l'émergence de la finance SR.

---

<sup>242</sup> Cf. Fédéral Gestion, plaquettes commerciales « Fonds Profilés Ethiques » et « Fédéral Actions Ethiques », documents non datés

## 2. Analyse longitudinale

L'analyse longitudinale est une recherche qui intègre le temps afin de détecter d'éventuelles inerties historiques, afin de comprendre la structuration progressive de l'offre de fonds SR et des attentes développées en direction du noyau stratégique.

### 2. 1. Marchés financiers et marché de la gestion indirecte

Les fonds constituant une interface entre les marchés financiers et les épargnants, nous relient la concurrence industrielle et la concurrence commerciale.

#### 2. 1. 1. Une hypothèse

Nous avons vu que la firme doit concilier deux types de concurrence : la première, industrielle au niveau des compétences à maîtriser et la seconde, commerciale au niveau de la relation marchande à contrôler. En adaptant l'analyse aux fonds éthiques, il n'est donc pas sans intérêt de relier l'une et l'autre, c'est-à-dire les marchés internationaux de capitaux et le marché de la gestion indirecte.

Plus explicitement, on peut intuitivement imaginer que le « cycle de vie<sup>243</sup> » d'un produit financier se calque sur le rythme de respiration des marchés financiers. L'hypothèse sous-jacente est qu'à un contexte boursier particulier correspond la création ou le développement de certains fonds mutuels dont les caractéristiques techniques et financières sont particulièrement adaptées à la tendance boursière. Il est donc tentant de chercher un lien entre la structure de l'offre SR selon l'orientation de gestion d'une part et le niveau ou l'évolution des marchés financiers, d'autre part. Il en découle deux

---

<sup>243</sup> Cf. Raymond Vernon, « International Investment and International Trade in the Product Cycle », *Quarterly Journal of Economics*, May, 1966, vol. 80, n° 2, p. 190-207

conséquences majeures. La première est que le lien supposé entre concurrence industrielle et concurrence commerciale, entre marchés financiers et marché de la gestion indirecte, est linéaire et causal. En amenant les sociétés de gestion à redéployer leurs offres, leurs gammes de fonds, les tendances boursières – haussières, baissières ou stagnantes – font et défont le marché de la gestion indirecte. Ainsi, à une hausse des marchés d'actions, les sociétés de gestion répondent par l'accentuation de leurs efforts commerciaux pour vendre aux épargnants leurs fonds, SR ou non, investis en titres de capital. A l'inverse, avec le pilotage monétaire conforme aux thèses monétaristes centrées sur la maîtrise de l'inflation, une baisse des marchés d'actions entraîne une baisse des taux et donc une hausse de la valeur des placements obligataires. Les gérants mettent alors en avant leurs fonds investis en titres de créance. La seconde conséquence concerne plus particulièrement la finance SR. Le développement de l'ISR, tant en nombre de fonds offerts qu'en termes d'encours gérés, serait porté par l'offre et non par la demande, par les gérants et non par les épargnants. L'éthique deviendrait un instrument de gestion, non plus seulement pour le noyau stratégique qui chercherait à renforcer la légitimité de son pouvoir sur le processus productif, mais également pour les sociétés de gestion désireuses d'exploiter de nouveaux gisements de clientèle, notamment dans le contexte boursier quelque peu chaotique de la fin des années 1990. Ceci, bien sûr, sans préjuger par ailleurs de la sincérité de toutes les sociétés de gestion, parmi lesquelles certaines se sont spécialisées dans l'ISR, ne proposant que des fonds SR. C'est le cas notamment de la société de gestion Apogé. Dans cette optique, la croissance de l'ISR en France apparaît surtout comme la réussite d'une innovation technique portée par la communauté financière et bancaire. En effet, la compétence nouvelle, maîtrisée mais pas forcément possédée par les gérants, est la capacité à filtrer les valeurs mobilières sur des critères extrafinanciers prenant en compte la qualité, au sein du gouvernement des entreprises cotées, des relations entre le dirigeant et les contrôleurs d'une part et les partenaires financiers, socio-économiques et environnementaux d'autre part.

Notre objectif dans cette analyse longitudinale est donc de comprendre la nature, la portée et la teneur de la relation entre marchés financiers et marché



de la gestion indirecte. L'étude cherche également à savoir si le déploiement de la nouvelle compétence que constitue l'analyse sociale n'est pas directement une réponse à un contexte de marché spécifique – marqué par l'éclatement d'une bulle boursière formée autour des valeurs de la Nouvelle Economie et par une série de scandales financiers – qui n'est pas sans conséquence sur la motivation des épargnants enclins à réduire leurs investissements sur les marchés d'actions voire sur tous les marchés de valeurs mobilières.

### 2. 1. 2. Un premier test

L'analyse précédente pose une grille de lecture du comportement des gérants sur le marché de la gestion indirecte. La recherche teste ainsi deux hypothèses pour expliquer l'ouverture de nouveaux fonds SR de droit français :

- H1 : Les nouveaux entrants sont investis en titres de capital quand les marchés d'actions sont haussiers ;
- H2 : Les nouveaux entrants sont investis en titres de capital quand les marchés d'actions sont à un niveau élevé.

La méthodologie employée est relativement simple. Sur 137 fonds SR recensés, 133 sont lancés entre décembre 1987 et janvier 2004, période pour laquelle nous disposons de l'historique des valeurs du CAC 40. C'est un indice fermé d'actions calculé en continu. Il regroupe 40 valeurs « *blue chip* » faisant partie des cent premières capitalisations boursières de la place de Paris et présentant une forte liquidité. A chaque date de création d'un fonds principalement investi en actions, qu'elles soient françaises, de pays de la zone euro, de pays de la Union européenne ou internationales, le niveau de l'indice CAC 40 est reporté. On procède de même à chaque création d'un fonds diversifié, obligataire, monétaire ou à capital garanti ou assorti d'une protection. Si plusieurs fonds sont créés à une même date, le niveau de l'indice est autant de fois consigné afin d'intégrer l'aspect quantitatif de l'offre dans le test, c'est-à-dire le rythme de lancement des fonds. Nous créons ainsi deux séries de valeurs du CAC 40. La première est représentative du contexte financier des lancements des fonds investis en actions. La seconde est

représentative du contexte financier des lancements des fonds non principalement exposés au risque d'actions. Afin d'affiner le test, pour chacune de ces deux séries, nous calculons les rentabilités arithmétiques et les rentabilités logarithmiques. Un test t de Student permet ensuite de comparer les moyennes des six historiques obtenus. La règle de décision pose que si les espérances sont différentes, les hypothèses H1 et/ou H2 seront validées. Il sera démontré que l'orientation de gestion des nouveaux fonds est différente selon le niveau de marché ou ses évolutions mesurées par les rentabilités. Le tableau suivant indique les résultats obtenus au seuil de signification à 1, 5 et 10%.

**Tableau 3-5 : Test t sur le lien entre contexte de marché et orientation de gestion des nouveaux fonds SR**

Variable	Nature	Espérance	t
CAC_actions	Niveau du CAC 40 aux dates de lancement des fonds d'actions	4527,53	2,9113*
CAC_autres	Niveau du CAC 40 aux dates de lancement des fonds non-actions	3822,54	
R_cac_actions	Rentabilités simples du CAC 40 aux dates de lancement des fonds d'actions	0,0175	1,5793
R_cac_autres	Rentabilités simples du CAC 40 aux dates de lancement des fonds non-actions	0,0539	
LnR_cac_actions	Rentabilités logarithmiques du CAC 40 aux dates de lancement des fonds d'actions	0,0120	1,5368
LnR_cac_autres	Rentabilités logarithmiques du CAC 40 aux dates de lancement des fonds non-actions	0,0437	

\* Significativement différent à 1%

Comme souvent, les résultats empiriques sont contrastés. Nous obtenons trois résultats :

- L'espérance des niveaux du CAC 40 constatés lors des lancements des fonds SR investis en actions est significativement différente de la moyenne du CAC lors des lancements des fonds SR investis principalement en titres de créance ;
- L'espérance des rentabilités simples du CAC 40 constatées lors des lancements des fonds SR investis en actions n'est pas

significativement différente de la moyenne des rentabilités simples du CAC 40 lors des lancements des fonds SR investis principalement en titres de créance ;

- Enfin, l'espérance des rentabilités logarithmiques du CAC 40 lors des lancements des fonds SR investis en actions n'est pas significativement différente de la moyenne des rentabilités logarithmiques du CAC 40 constatées lors du lancement des fonds SR investis principalement en titres de créance.

Il semble ainsi que les sociétés de gestion créent des fonds en actions dans des contextes marqués par des rentabilités positives. Cependant, ce trait est à nuancer puisqu'il est partagé par les fonds non-actions. Par contre, il apparaît que les fonds SR investis en titres de capital sont surtout créés quand le niveau du CAC 40 est significativement plus élevé que pour les fonds non-actions. Ceci pose un problème de *timing*. En effet, la souscription de parts ou d'actions fonds d'actions sur le marché de la gestion indirecte semble s'ouvrir avec retard sur la tendance haussière qui anime les marchés financiers. On peut trouver une explication dans le délai technique de construction d'un fonds. Ainsi, l'hypothèse que les gérants obéissent au moins partiellement à une logique financière dans leur positionnement stratégique sur le marché de la collecte d'épargne ne peut être rejetée. Le principe d'un découpage de l'histoire de l'offre SR en France selon l'évolution des marchés financiers ne se révèle donc pas sans intérêt.

## 2. 2. Le cas français

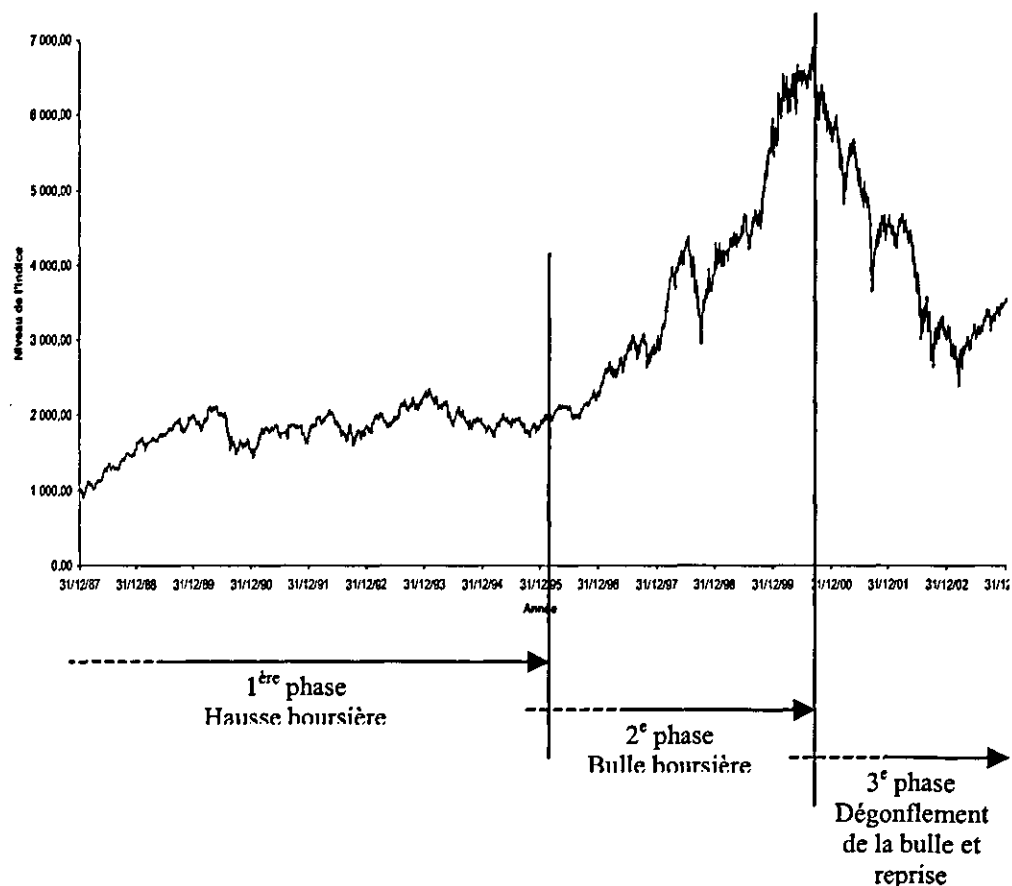
Cette analyse longitudinale du marché de l'ISR en France se fait du côté de l'offre. En effet, les informations y sont d'une part plus nombreuses et d'autre part plus facilement consultables.

## 2. 2. 1. Trois phases

En France, l'ISR ou, du moins, l'épargne reconnue comme telle, est un phénomène relativement plus récent. On peut lire son développement sur la base de la théorie du cycle de vie du produit<sup>244</sup>.

Notre analyse se base sur les évolutions constatées sur les marchés d'actions. Considérant que les marchés financiers influencent le marché de la gestion indirecte, le processus de construction du marché comprend trois phases identifiables selon l'évolution des cours du CAC 40 :

**Graphique 3-1 : Evolution du CAC 40 du 31/12/1987 au 31/12/2003**

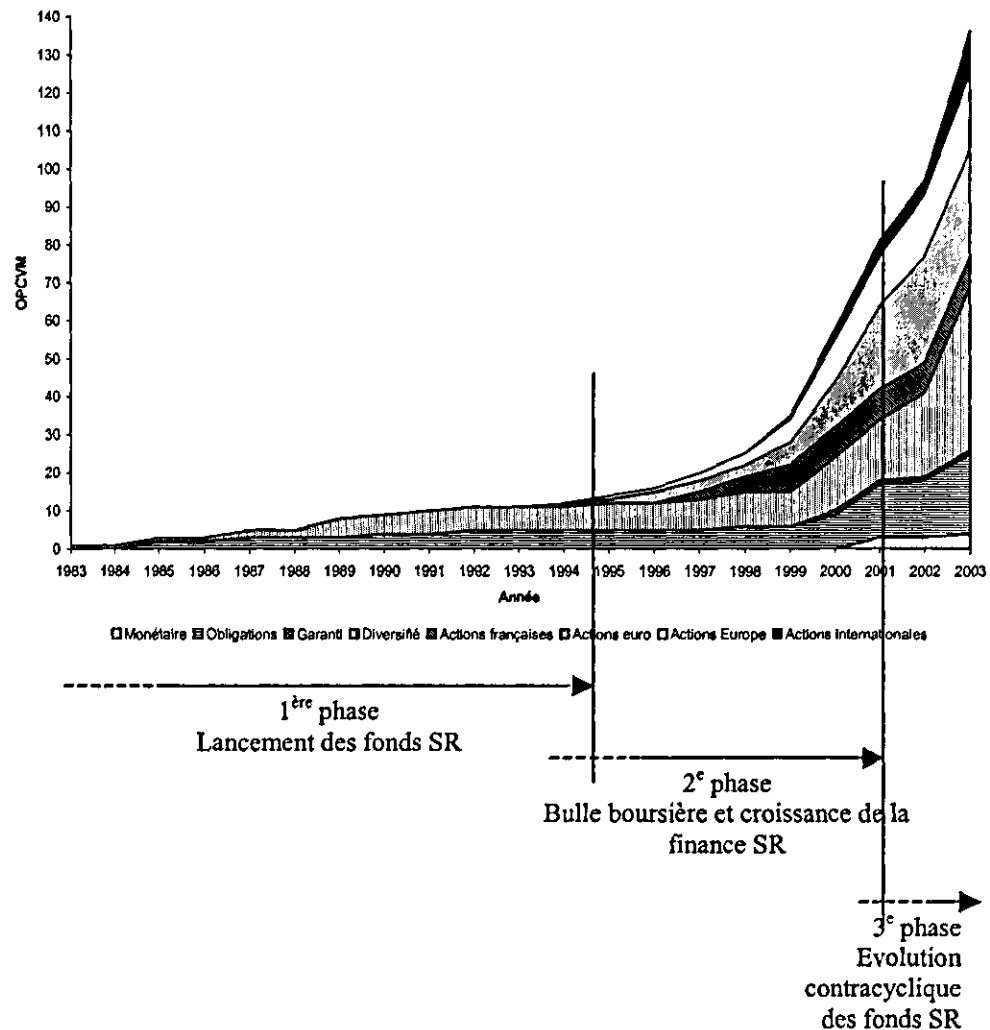


Il est à noter que la troisième phase marquée par le dégonflement de la bulle est l'objet de notre attention dans le chapitre IV sur la performance des

<sup>244</sup> Cf. Raymond Vernon, « International Investment and International Trade In The Product Cycle », *Quarterly Journal of Economics*, May, 1966, vol. 80, n° 2, p. 190-207

fonds et indices SR. Ce découpage peut servir de grille de lecture à l'évolution de la courbe de l'offre d'OPCVM SR de droit français :

**Graphique 3-2 : Présentation longitudinale de l'offre d'OPCVM SR français**



La première phase débute en 1983 avec le lancement du premier fonds mutuel éthique de droit français et s'achève au milieu des années 1990 avec le lancement du premier fonds investi en actions. La finance éthique constitue alors une nouvelle niche sur le marché de la gestion indirecte. Les premiers entrants développent un produit dilemme, dont la pérennité n'est pas assurée, n'ayant pas prouvé sa capacité à satisfaire un besoin substantiel et solvable. La deuxième phase, plus courte, prend le relais de 1995 à 2001. Elle est marquée par la bulle boursière formée autour des valeurs de la Nouvelle Economie qui culmine au cours du premier semestre 2000. L'offre s'étoffe sur un marché

porteur, en forte croissance. Puis la tendance s'inverse fortement : les cours chutent lourdement dès les derniers mois de l'année 2000 et pendant toute l'année 2001. Enfin, la troisième phase marque la poursuite de la croissance malgré la forte baisse de l'indice d'actions qui atteint un plus bas au second semestre 2002. Ainsi, alors que les encours des fonds traditionnels, uniquement gérés sur des critères financiers, diminuent, le nombre de fonds SR présents sur le marché de la gestion indirecte continue de s'étoffer. A partir de 2003, la bourse repart à la hausse et la croissance de la finance SR demeure.

### 2. 2. 2. Les précurseurs (1983-1994)

Les fonds « précurseurs » sont les fonds premiers entrants sur cette niche du marché de la collecte d'épargne. Ils sont lancés entre 1983 et 1994 comme le montre le tableau qui suit :

**Tableau 3-6 : OPCVM « précurseurs »**

OPCVM	Date	Classe
Nouvelle Stratégie 50	22/04/83	Diversifié
Nord Sud Développement* <sup>245</sup>	03/01/85	Obligations
Epargne Solidaire	28/01/87	Diversifié
Pacte Vert Tiers Monde	01/10/87	Obligations
Hymnos	13/04/89	Diversifié
CIC Global*	28/04/89	Diversifié
Téléthon Poste	13/09/90	Obligations
Epargne Solidarité Habitat	17/05/91	Diversifié
Eurco Solidarité	26/05/92	Obligations
Insertion Emplois**	15/04/94	Actions euros

\* Chacun de ces fonds propose des parts ou des actions « C » et « D » selon le régime d'affectation des résultats. C indique que les revenus annuels générés (dividendes et intérêts) sont capitalisés c'est-à-dire qu'ils sont immédiatement réinvestis par le gérant. D indique au contraire que les revenus éventuellement dégagés sont distribués, c'est-à-dire restitués aux souscripteurs.

\*\* A l'époque, actions françaises.

<sup>245</sup> Nous comptons pour deux les fonds présentant des parts C et des parts D.

Sous l'impulsion de milieux catholiques, Nouvelle Stratégie 50 est le premier fonds mutuel éthique à voir le jour en France. Il est agréé par la Commission des Opérations Boursières le 22 avril 1983. Il repose sur une inédite division du travail. En effet, la constitution et la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières éthiques nécessitent, au niveau de la concurrence industrielle, l'assemblage de compétences financières et extrafinancières. Les premières sont apportées par la société de gestion Meeschaert Asset Management et les secondes par l'association de type loi 1901 Ethique et Investissement, constituée de congrégations religieuses. Cette structure à but non lucratif se charge de sélectionner les titres éligibles à l'univers d'investissement en appliquant un *screening* d'exclusion. Cette répartition des tâches marque, pour le gérant de fonds, la difficulté à constituer une nouvelle compétence de filtrage des titres sur des critères extrafinanciers. En 1985, Nord Sud Développement est lancé, rejoint par Hymnos en 1989.

Les premiers fonds sont marqués par deux caractéristiques. La première est que les OPCVM sont très largement marqués par une éthique religieuse ou une morale caritative. En 1994, la part d'OPCVM solidaires, de partage ou animés par une éthique religieuse est importante puisqu'elle concerne huit fonds. Outre Nouvelle Stratégie 50 déjà évoqué, le FCP Hymnos est également empreint d'une morale « chrétienne et humaniste<sup>246</sup> » qui s'est notamment distingué par son refus d'investir dans les valeurs émises par les entreprises pharmaceutiques qui produisent des pilules abortives. Six OPCVM financent des entreprises solidaires<sup>247</sup> et/ou distribuent une part de leurs revenus à des ONG. Ainsi, le FCP Epargne Solidaire distribue 50% de ses revenus à des organismes à vocation sociale<sup>248</sup>. Epargne Solidarité Habitat investit 5% de son actif dans le capital de la société Foncière d'Habitat et Humanisme qui achète et réhabilite des logements en faveur de populations en difficulté en France<sup>249</sup>.

---

<sup>246</sup> [www.clamdirect.com](http://www.clamdirect.com)

<sup>247</sup> Entreprises non admises à la cote, employant des personnels handicapés ou en difficulté ; ou constituées en associations, coopératives, mutuelles, institutions de prévoyance ou dont le management est élu par les salariés, sociétaires et adhérents et dont la rémunération est strictement encadrée (cf. Code du Travail, article L443-3-1).

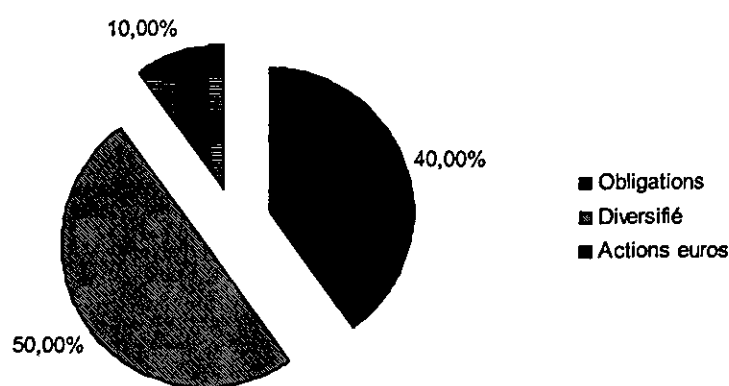
<sup>248</sup> Cf. notice d'information, « Epargne Solidaire », 1<sup>er</sup> juillet 2003

<sup>249</sup> Cf. notice d'information « Epargne, Solidarité, Habitat », 2 octobre 2000

Insertion Emploi adopte la même politique en plaçant de 5 à 10% de son actif en titres d'entreprises solidaires<sup>250</sup>. Pacte Vert Tiers Monde abonde à hauteur de 50% de ses revenus annuels un compte ouvert au profit de la Fondation de France afin de financer des actions de solidarité et de coopération envers des populations rurales dans les pays en voie de développement<sup>251</sup>. La SICAV Eurco Solidarité verse également 50% de ses revenus au Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement<sup>252</sup>. Enfin, l'Association Française contre les Myopathies reçoit la moitié de la performance annuelle du FCP Téléthon Poste<sup>253</sup>.

La seconde caractéristique, qui est la conséquence de la première, est que les portefeuilles sont souvent constitués d'actifs peu risqués à même de servir un revenu stable distribuable aux ONG : obligations à taux fixe, certificats de dépôt négociables, etc. Cinq fonds sont ainsi essentiellement exposés au risque de taux. Cinq autres cherchent à se diversifier en titres de capital tout en gardant une importante fraction de capital investie en produits de taux (cf. graphique suivant).

**Graphique 3-3 : Composition par classification AMF des fonds précurseurs**



<sup>250</sup> Cf. notice d'information « Insertion Emplois », 21 juillet 2003

<sup>251</sup> Cf. notice d'information « Pacte Vert Tiers Monde », 21 novembre 2003

<sup>252</sup> Cf. notice d'information « Eurco Solidarité », 31 août 2002

<sup>253</sup> Cf. notice d'information « Téléthon Poste », 8 avril 2002



Toutefois, l'assemblage spécifique de compétences en amont de la transaction n'est pas sans conséquence en aval de la transaction. En effet, sur le marché de la gestion indirecte, au niveau de la concurrence commerciale, les gérants peinent à élargir la clientèle des souscripteurs. D'inspiration religieuse ou militants de la finance solidaire, les premiers fonds se révèlent surtout attractifs pour des épargnants engagés et donc peu nombreux : des personnes morales telles que les congrégations religieuses, le plus souvent « quand elles en ont les moyens »<sup>254</sup>, les associations et les personnes physiques comme les publics militants, pour qui la rentabilité financière n'est pas la principale préoccupation. L'attente des épargnants est exprimée en direction des sociétés de gestion pour créer un produit financier qui délivre une performance citoyenne au profit de la société civile. Ce trait limite le développement des encours gérés. Le marché, à ce stade, reste encore très étroit.

### 2. 2. 3. Les « développeurs » (1995-2001)

Les fonds « développeurs » sont les FCP et SICAV créés au cours de la deuxième phase, entre 1995 et 2001. Ils consolident le marché et sont le révélateur d'un intérêt croissant des sociétés de gestion pour les opportunités stratégiques qu'offre, sur le marché de la gestion indirecte, l'ISR.

**Tableau 3-7 : OPCVM « développeurs »**

OPCVM	Date	Classe
Plurial Ethique	02/06/95	Diversifié
HSBC Sélection Valeurs Responsables	22/12/95	Actions Europe
Axa Euro Valeurs Responsables*	28/06/96	Actions euro
Capital Emploi* <sup>255</sup>	18/07/97	Actions France
Westam Euros Actions SRI	22/08/97	Actions Europe
Voie lactée 1	22/08/97	Diversifié
Pacte Solidarité Logement	05/09/97	Obligations

<sup>254</sup> Cf. Richard E. Wokutch, « Social Investment Activities of a Select Group of Institutional Investors : A Survey of Catholic Religious Orders », *Academy of Management Proceedings*, 1981, p. 374-378

<sup>255</sup> Au cours du premier trimestre 2004, Capital Emploi est fermé et ses actifs sont absorbés par Fortis Emploi PME.

Europe Gouvernance	13/01/98	Actions Europe
Multisicav Avenir +	09/04/98	Diversifié
MAM Actions Ethiques*	12/06/98	Actions France
CM Actions Ethiques	13/10/98	Actions euro
Euro Sociétale	16/04/99	Actions euro
Macif Croissance Durable*	28/05/99	Actions France
Sarasin Europe Expansion Durable	15/06/99	Actions Europe
Branics Ethique	31/08/99	Actions Europe
Ecureuil 123 Futur	21/09/99	Actions France
Robeco Hommes Terre Expansion	26/10/99	Actions internationales
CDC Euro 21	07/12/99	Actions euro
Epargne Ethique Actions	14/12/99	Actions Europe
Ethis Valeurs	21/12/99	Diversifié
Elan Croissance Durable	11/02/00	Actions Europe
Dexia Ethique Gestion diversifiée*	29/02/00	Diversifié
Dexia Ethique Gestion obligataire*	29/02/00	Obligations
HSBC Actisocia Uni Européen	07/03/00	Actions euro
Europe Croissance Développement Durable	28/03/00	Diversifié
Fédéral Actions Ethiques	04/04/00	Actions euro
SGAM Europe Ethique	21/04/00	Actions Europe
CM Valeurs Ethiques	10/05/00	Actions euro
Faim et Développement Trésorerie	30/06/00	Obligations
Sarasin Euro Mid Caps Expansion Durable	26/07/00	Actions euro
CMNE Entreprise Emploi	22/08/00	Actions France
CA AM Activauteurs Durables	01/09/00	Actions Europe
Dexia Ethique Gestion actions*	03/10/00	Actions Europe
Faim et Développement Equilibre	03/10/00	Diversifié
Faim et Développement Horizon 2003	20/10/00	Garanti
MAM Actions Environnement	03/11/00	Actions internationales
Génération Ethique*	14/11/00	Actions euro
Ethique et partage	08/12/00	Actions internationales

\* Chacun de ces fonds propose des parts ou des actions « C » ou « D ».

Les créations de fonds éthiques s'accroissent sur le marché français de la gestion indirecte. Cette tendance s'inscrit dans le contexte de la hausse remarquable des marchés d'actions. Près d'une quarantaine de placements sont ainsi lancés au cours de la période. Ainsi, chaque année, plusieurs nouveaux fonds SR apparaissent.

La concurrence industrielle connaît plusieurs évolutions. Les techniques évoluent. De nouvelles compétences sont élaborées et assemblées. D'une part, le *screening* positif se développe comme méthode principale de filtrage des valeurs mobilières. La part relative des fonds solidaires, de partage ou animés par une éthique religieuse tend ainsi à décliner au profit de portefeuilles pratiquant un filtrage d'inclusion. Les fonds deviennent SR. L'éthique est agnostique et non caritative, construite sur la RSE de l'entreprise, c'est-à-dire la prise en compte par le noyau stratégique de l'impact de l'activité de la firme sur les partenaires financiers, socio-économiques et sociétaux. Seuls six des nouveaux OPCVM s'inscrivent dans une éthique religieuse, solidaire ou de partage. Ainsi, le FCP Voie lactée 1 est destiné « *aux personnes morales et, en particulier, les diocèses et les congrégations religieuses*<sup>256</sup> ». Ethique et Partage verse une part de ses revenus annuels au Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement<sup>257</sup>. Le FCP Faim et Développement distribue sous forme de dons, de 50 à 75% de ses revenus annuels nets à des associations humanitaires<sup>258</sup>. Enfin, Pacte Solidarité Logement alloue la moitié du dividende annuel à la Fondation Solidarité Mutualiste<sup>259</sup>. Par ailleurs, l'éventail des techniques et produits de la finance de marché est de plus en plus large. Le panel des compétences financières utilisées pour la gestion de fonds SR s'élargit. La nécessité de servir un revenu stable à distribuer étant moins présente, les sociétés de gestion diversifient leur offre (cf. graphique suivant).

---

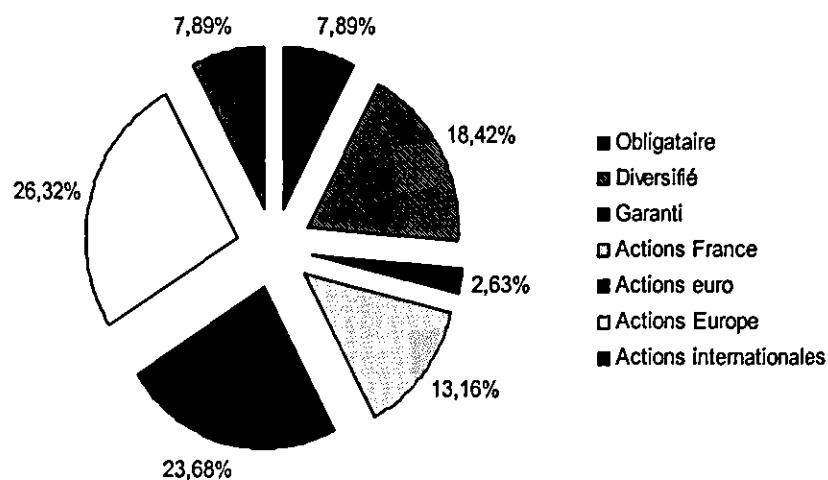
<sup>256</sup> Cf. notice d'information « Voie Lactée 1 », 1<sup>er</sup> janvier 2001

<sup>257</sup> Cf. notice d'information « Ethique et Partage », 29 septembre 2003

<sup>258</sup> Cf. notice d'information « Faim et Développement », 1<sup>er</sup> juillet 2003

<sup>259</sup> Cf. notice d'information « Pacte Solidarité Logement », 21 novembre 2003

**Graphique 3-4 : Composition par classe COB des fonds développeurs**



Les nouveaux fonds SR sont plus exposés au risque d'actions, qu'ils soient français, internationaux ou, à partir de 1999 et 2002, de pays de la zone euro ou de pays de la Union européenne. 27 des nouveaux fonds sont principalement investis en actions. Les trois OPCVM exposés au risque de taux constituent moins de 9% des créations. Les premiers fonds de fonds apparaissent, marque d'un marché suffisamment profond, d'une offre suffisamment large pour construire des portefeuilles efficaces. Le FCP Plurial Ethique voit ainsi le jour en 1995 même s'il disparaît moins de dix ans plus tard en fusionnant en avril 2004 avec le fonds Plurial Monde. De même, avec son FCP « Faim et Développement », Ecofi Investissements lance au cours de l'année 2000 la SICAV à compartiment « Faim et Développement » dont le compartiment « Horizon 2003 » est le premier dont le capital est garanti ou assorti d'une protection<sup>260</sup>.

Au niveau de la concurrence commerciale, la nouvelle éthique, fondée sur la RSE, sur la gouvernance des entreprises, et l'élargissement des gammes constituent de nouveaux produits SR plus en adéquation avec les préoccupations financières, sociales, sociétales et environnementales exprimées par les épargnants. Les partenaires socio-économiques font leur apparition. La

<sup>260</sup> Cf. notice d'information « Faim et Développement », 20 octobre 2000

clientèle potentielle de l'ISR s'élargit donc. Profitant de l'engouement du grand public pour les rentabilités offertes par les marchés financiers, l'offre s'étoffe progressivement. En 2000, alors que culminent les marchés d'actions, près d'une cinquantaine de fonds SR de droit français se concurrencent. Mais la baisse des cours pendant la période 2000-2002 est aveugle et les performances s'inversent pour tous les supports cotés. Pourtant, les fonds SR jouissent d'une notoriété croissante et présentent la caractéristique de voir leurs encours continuer d'augmenter. Rapidement, il n'est de sociétés de gestion qui ne se dotent d'un ou plusieurs fonds SR, par prise de conscience ou, plus prosaïquement, par souci commercial.

#### 2. 2. 4. Les « suiveurs » (2001-...)

Les fonds « suiveurs » sont les OPCVM entrant sur le marché au cours la troisième phase courant de l'année 2001 à nos jours.

**Tableau 3-8 : OPCVM « suiveurs »**

OPCVM	Date	Classe
MG Croissance Durable Europe*	09/01/01	Actions euro
Macif Croissance Durable Europe *	09/01/01	Actions euro
CLAM Euro Développement Durable	29/03/01	Actions euro
Azur Gmf Développement Durable	05/04/01	Diversifié
Objectif Ethique	03/05/01	Actions euro
CDC Meridian Tomorrow	13/05/01	Actions internationales
MG Obligations Europe*	18/05/01	Obligations
MG Court Terme*	18/05/01	Monétaire
Macif Obligations Europe*	18/05/01	Obligations
Macif Court Terme*	18/05/01	Monétaire
Europe Ethique Expansion	05/06/01	Actions euro
Libertés et Solidarité	15/06/01	Diversifié
Etoile Partenaires	14/08/01	Actions euro
Etoile Environnement	14/08/01	Actions euro
Ethiciel*	23/10/01	Actions Europe

Euro Capital Durable	26/10/01	Actions euro
EasyETF ASPI eurozone	08/02/02	Actions euro
Macif Croissance Durable et Solidaire*	19/03/02	Actions euro
BNP Paribas Ethéis	16/04/02	Actions Europe
Ceres Actions Ethiques	26/04/02	Actions euro
BP Développement Durables Actions	07/05/02	Actions Europe
AGF Valeurs Durables	12/06/02	Actions euro
Placement Multigestion Ethique	17/06/02	Diversifié
Choix Solidaire	19/07/02	Diversifié
Fédéral Ethique Dynamique	23/07/02	Actions Europe
Fédéral Ethique Tonique	23/07/02	Diversifié
Fédéral Ethique Prudent	23/07/02	Diversifié
Fédéral Ethique Equilibre	23/07/02	Diversifié
Dynalion Développement Durable	30/08/02	Actions euro
BP Développement Durable Taux	01/10/02	Obligations
Objectif Gestion Sélective	04/10/02	Diversifié
CA-AM Atout Valeurs Durables	21/01/03	Actions Europe
CA-AM Actions Durables	21/01/03	Actions Europe
Natio Vie**	17/07/03	Diversifié
BNP Paribas Retraite C**	17/07/03	Diversifié
BP Développement Durable Monétaire	08/08/03	Monétaire
BNP Paribas Obli Ethéis*	16/09/03	Obligations
BNP Paribas Retraite**	19/09/03	Diversifié
Proxinvest Active Investors*	15/10/03	Actions Europe
Voie Lactée 2	24/10/03	Diversifié
Oblideam Eurospreads	18/11/03	Obligations

\* Chacun de ces fonds propose des parts ou des actions « C » ou « D ».

\*\* Les 8 FCP nourriciers de la gamme BNP Paribas Retraite C et les 11 FCP nourriciers de la gamme Natio Vie ont pour maîtres les 11 compartiments de la SICAV BNP Paribas Retraite.

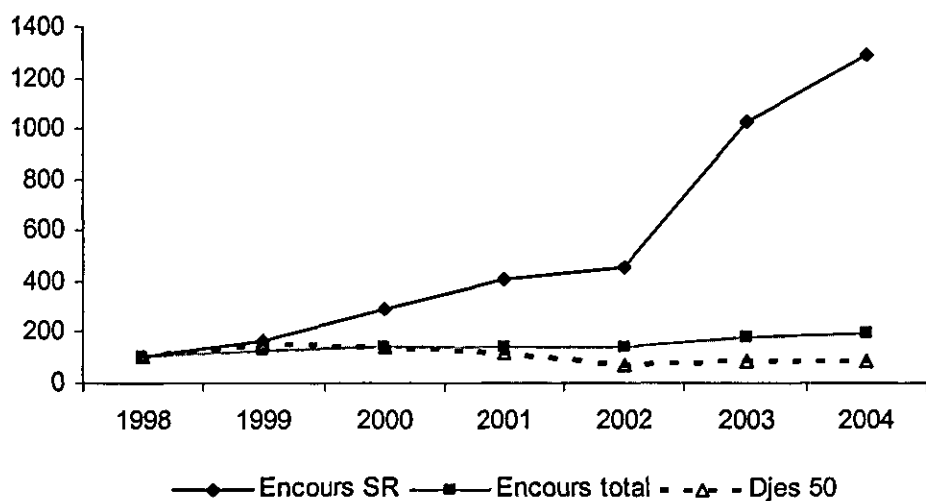
Même s'il est certain que, ces dernières années, plusieurs sociétés de gestion sont entrées tardivement sur cette niche du marché de la collecte d'épargne, nombreuses sont celles qui, déjà implantées, ont renforcé leur offre dans un marché en croissance. Il en est ainsi par exemple de Crédit Agricole

AM qui élargit sa gamme de fonds SR avec deux nouveaux fonds « actions des pays de l'Union Européenne ». C'est également le cas de la société Fédéral Finance Gestion qui complète son offre avec trois fonds diversifiés, profilés par niveau de risque et un fonds investi en « actions des pays de l'Union Européenne » ou de Crédit Lyonnais AM qui propose sur la période deux nouveaux OPCVM « actions de pays de la zone euro » en plus de deux fonds diversifiés et d'un fonds obligataire préexistants.

Au cours de l'année 2000, la tendance sur les marchés financiers s'inverse. Cette évolution *a priori* défavorable n'a pas d'impact négatif sur la niche du marché de la collecte d'épargne que constitue l'ISR. Ainsi, malgré la baisse générale des niveaux de valorisation des actions, le développement de l'offre SR perdure comme le montre le graphique suivant.

**Graphique 3-5 : Evolutions comparées de 1998 à 2004 du DJES 50, des encours SR et des encours totaux gérés par les OPCVM français**

(base 100 en 1998)



Adapté de : Indicateur Novethic, 4<sup>e</sup> trimestre 2004

La croissance de l'ISR prend deux formes. D'une part, le nombre de fonds augmente. Il passe de 55 en 2001, à 80 fin 2002, 108 fin 2003 et 122 en

décembre 2004<sup>261</sup>. Au début de l'année 2005, une cinquantaine de sociétés de gestion se concurrencent sur ce segment porteur. D'autre part, les encours gérés sont marqués par une forte croissance. De 2,5 milliards d'euros en 2002, ils passent à 4,4 milliards un an plus tard. La barre des cinq milliards est franchie en décembre 2004<sup>262</sup>. Un intérêt de l'ISR pour les gérants est certainement le différentiel de croissance affiché par rapport au marché global de la gestion collective. En effet, en six ans, les capitaux sous gestion SR ont été multipliés par près de treize contre un simple doublement, sur la même période, des encours globaux investis dans les véhicules de placement collectif. Egalement, en 2002, année où la baisse des cours, initiée par les valeurs de la Nouvelle Economie, contamine les entreprises des secteurs d'activité traditionnelle (distribution, automobile, énergie etc.), les encours des fonds SR continuent de croître alors que les capitaux gérés par les fonds mutuels tous supports confondus régressent. Toutefois si l'offre s'étoffe, si la notoriété se développe, la souscription s'avère encore très limitée dépassant de peu au début de l'année 2005 le chiffre de 1% de l'épargne française. Les raisons sont multiples. Les ménages investissent encore peu dans la bourse. De plus, largement habitués aux rendements réguliers des livrets A, B, Bleu et de Caisse d'Epargne, l'engouement pour les marchés financiers est aussi récent que peu récompensé avec la fin de la bulle boursière créée par les *starts-up*. Une option de croissance demeure toutefois avec le problème dans les années à venir du financement des retraites.

Les tendances apparues au cours de la phase précédente se perpétuent. Ainsi, au niveau de la concurrence industrielle, la mobilisation de nouvelles compétences et les innovations dans leur assemblage continuent d'enrichir la diversité des orientations des placements offerts. Les premiers placements sur le marché monétaire apparaissent. Cependant, si beaucoup de nouveaux fonds sont principalement investis en actions, la baisse des taux d'intérêt qui accompagne la baisse des cours en 2001-2002 redonne quelques couleurs aux placements obligataires qui comptent huit nouveaux fonds. A travers l'ISR, les souscripteurs disposent désormais d'une offre couvrant tous les profils de

---

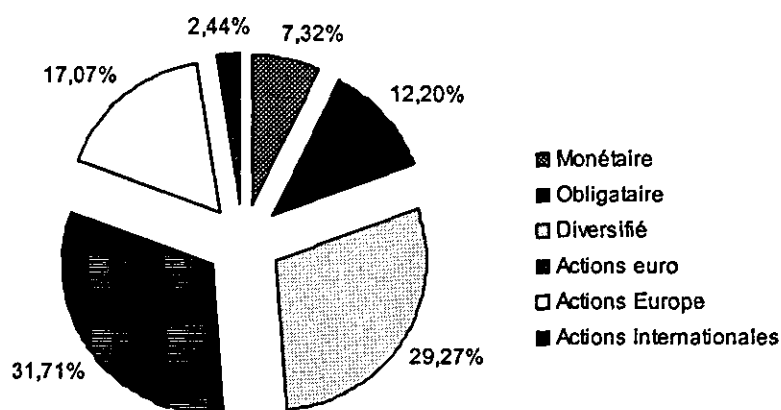
<sup>261</sup> Cf. [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr), Indicateur Novethic, n° 4, 4<sup>e</sup> trimestre, 2004, p. 1

<sup>262</sup> *Idem*, p. 1



risque et tous les horizons de placement. Les OPCVM diversifiés sont également de retour avec douze nouveaux placements dont la SICAV à compartiments BNP Paribas Retraite qui compte onze compartiments eux-mêmes maîtres d'une vingtaine de FCP (onze FCP de la gamme Natio Vie et huit FCP de la gamme BNP Paribas Retraite C). Enfin, CDC Ixis AM lance un fonds de fonds en juin 2001. Cependant, CDC Meridian Tomorrow est clôturé au début de l'année 2004 à l'instar de Plurial Ethique. Ceci laisse en définitive quelques interrogations sur la profondeur réelle de l'offre permettant la création de fonds de fonds et/ou la pertinence de la multigestion dans le cas de l'ISR.

**Graphique 3-6 : Composition par classe COB des fonds « suiveurs »**



Au niveau de la concurrence commerciale, la clientèle s'élargit. Si, hier, les souscripteurs cherchaient à profiter des performances boursières dans le respect de certaines préoccupations sociales et environnementales, dans la période marquée par la chute des cours, ils sont attirés par l'ISR parce qu'il semble constituer une nouvelle approche de la bourse. En effet, la notion d'investissement à long terme – en rupture avec les discours sur la rentabilité rapide qui avait accompagné la formation d'une bulle spéculative – prend une dimension plus attrayante dans un contexte financier immédiat très volatil et donc peu lisible à court terme. Le développement du filtrage d'inclusion n'est donc pas sans lien avec les efforts de légitimation entrepris par les noyaux

stratégiques des grandes entreprises cotées pour faire accepter leur pouvoir par les partenaires dans la recherche de valeur actionnariale. Ainsi, à partir de 2001, la continuation de la croissance des encours des fonds SR semble directement lié au contexte troublé agitant le monde des affaires (scandales comptables et financiers, éclatement de la bulle spéculative etc.). Cependant, si les motivations des épargnants varient ou du moins se font plus nombreuses et plus larges, il existe quelques constantes, notamment au niveau de la concurrence industrielle. Parmi les fonds regroupés au sein de la catégorie des fonds « suiveurs », les OPCVM solidaires, de partage et/ou reposant sur une éthique religieuse ne constituent plus qu'une fraction marginale des créations. Le fonds Voie lactée 2, à l'instar de son aînée Voie Lactée 1, est spécifiquement destiné aux congrégations religieuses<sup>263</sup>. La SICAV diversifiée Libertés et Solidarité est un fonds thématique qui sélectionne ses investissements sur des critères de respect des droits de l'homme et qui reverse 50% de ses revenus à la Fédération Internationale des Droits de l'Homme<sup>264</sup>. Macif Croissance durable et solidaire consacre de 5 à 10% de ses actifs au financement d'entreprises solidaires<sup>265</sup>. Enfin, Choix Solidaire gère un portefeuille constitué « *pour 10% au plus de titres de structures contribuant au financement solidaire, dont 5% au moins de titres d'entreprises solidaires [...]* »<sup>266</sup>.

## 2. 2. 5. Les déterminants du développement d'une finance SR

Cette recherche documentaire permet d'avancer quelques éléments de compréhension du processus de création d'une finance SR sur le marché français de la gestion indirecte.

Partant de la distinction entre concurrence industrielle et concurrence commerciale, nous avons formulé une hypothèse de lien causal entre la tendance sur les marchés internationaux de capitaux et l'orientation de gestion des OPCVM distribués sur le marché de la gestion indirecte. En d'autres

<sup>263</sup> Cf. notice d'information « Voie Lactée 2 », 29 octobre 2003

<sup>264</sup> Cf. notice d'information « Libertés et Solidarités », 11 juillet 2001

<sup>265</sup> Cf. notice d'information « Macif Croissance Durable et Solidaire », 20 janvier 2003

<sup>266</sup> Cf. notice d'information « Choix Solidaire », 1<sup>er</sup> juillet 2003

termes, les sociétés de gestion adaptent leur offre de fonds au contexte boursier dans l'objectif d'optimiser les encours gérés et, partant les frais de gestion imputés aux souscripteurs. Cette gestion stratégique introduit ce que nous appelons un « biais du gérant ». Ainsi, en étudiant la teneur et la portée des efforts de légitimation du noyau stratégique à travers les fonds SR, nous avons introduit un intermédiaire, le gérant, qui est autonome par rapport au pouvoir des dirigeants et des contrôleurs. En effet, au sens de de Montmorillon, la relation entre la firme et l'épargnant est médiatisée<sup>267</sup>. Ceci implique un biais qui doit être pris en compte dans notre analyse sur la rencontre entre les attentes des souscripteurs de fonds SR et les nouvelles pratiques de gouvernement d'entreprises développées par les noyaux stratégiques des grandes entreprises cotées pour renforcer leur pouvoir et continuer d'imposer la recherche de la valeur actionnariale comme objectif ultime du processus productif.

Cependant, l'analyse longitudinale de la construction d'une offre de fonds SR sur le marché français semble indiquer que ce biais est évolutif dans le temps. En effet, l'offre de placements éthiques se structure, sur vingt ans, en trois phases. La première marque une certaine autonomie de la définition de l'éthique en finance par rapport à la problématique dégagée dans la première partie de cette étude, à savoir les conditions d'acceptation par les partenaires du pouvoir du noyau stratégique dans la conduite du processus de production. Le filtrage d'exclusion, bâti sur une morale religieuse et/ou un engagement caritatif important, ne répond guère à la lecture légitimiste des relations financières, sociales, sociétales et environnementales nouées entre la firme et certains acteurs impliqués ou concernés par l'activité de l'entreprise. En effet, les attentes en termes de performance citoyenne, au profit de la société civile, ne sont pas émises en direction du noyau stratégique mais plutôt en direction des gérants de fonds. La deuxième phase inscrit une évolution importante. Une nouvelle compétence est mise en œuvre. Le filtrage d'inclusion est une approche « *comprehensive* » que l'on peut entendre à la fois dans son acception anglo-saxonne « globale » et dans son acception française qui cherche à

---

<sup>267</sup> Cf. Bernard de Montmorillon, *op. cit.*, p. 150

expliquer le fonctionnement de l'entreprise. La morale n'est plus un impératif catégorique. Elle devient relative, établissant des normes évolutives, déterminées non pas dans l'absolu mais par les meilleures pratiques établies par les entreprises appartenant au même secteur d'activité. Les nouveaux fonds SR se font ainsi plus réceptifs aux efforts de légitimation du noyau stratégique. Ils marquent une convergence entre les pratiques de gouvernance développées par les entreprises qui se réclament de la RSE et les pratiques financières des fonds qui se réclament de l'ISR. Les gérants, au nom de leurs souscripteurs, développent des attentes plus complexes en direction du noyau stratégique dont la gouvernance doit intégrer les principaux partenaires socio-économiques et citoyens.

Est-ce à dire qu'avec le *screening* positif, les fonds SR sont devenus les relais des entreprises cotées auprès des épargnants qui, indirectement par la détention de parts et d'actions d'OPCVM, sont des petits porteurs ? Le passage de la deuxième à la troisième phase indique que la réponse apportée est infiniment nuancée. En effet, le biais stratégique du gérant demeure. Les sociétés de gestion déploient leurs gammes de fonds en fonction de leurs impératifs économiques sur le marché de la gestion indirecte sous la contrainte de la tendance constatée sur les marchés financiers. Si, dans le cas de l'éclatement de la bulle boursière en 2000 et la série de scandales comptables et financiers qui a suivi, il semble y avoir convergence des intérêts entre entreprises cotées sur les marchés financiers et sociétés de gestion, rien ne précise que cette convergence est automatique. Dans les faits, l'alignement des intérêts des firmes et des gérants se fait parce que l'ISR développe, au cours de la troisième phase, une nouvelle caractéristique : la finance SR est contracyclique. En effet, malgré la baisse générale des marchés financiers, les encours gérés par les fonds SR continuent d'augmenter. Ces capitaux frais sont au moins pour partie injectés sur les marchés d'actions. L'ISR constitue alors une variable d'amortissement autant pour les firmes cotées, dont les valorisations sont soutenues par ce flux acheteur de titres de capital que pour les gérants, qui trouvent là un produit en croissance alors que leurs gammes de fonds traditionnels sont par ailleurs l'objet d'une certaine désaffection.

Toutefois, à ce stade, cette lecture complexe tient plus de la théorie que du fait empirique. Ainsi, qu'en est-il aujourd'hui alors que le marché commence à se stabiliser avec plus d'une centaine de fonds proposés par une cinquantaine de sociétés de gestion différentes, alors que les techniques financières et sociales sont maîtrisées et que les marchés financiers se redressent, repartant à la hausse, dans des proportions plus raisonnables et sans doute économiquement plus soutenables ? Dans ce contexte, comment les gérants définissent-ils leur positionnement stratégique sur le marché de la collecte de l'épargne publique ? Les fonds SR sont-ils les relais des efforts de légitimation du noyau stratégique ? Pour la confirmer, l'invalider ou la reformuler, il nous faut procéder à une analyse plus fine utilisant des moyens relativement nouveaux en finance. L'analyse longitudinale doit être complétée par une analyse statique afin de dresser un instantané de la niche de marché que constituent les fonds SR sur le marché de la gestion indirecte. L'objectif est ainsi de cerner la diversité actuelle des préoccupations financières, sociales, sociétales et environnementales sous-jacentes à la gestion des fonds en analysant les discours des gérants en direction des souscripteurs, des clients actuels et potentiels.

### 3. Analyse de données textuelles

L'analyse de données textuelles (ADT) est une méthodologie encore originale en stratégie et en finance. Il nous est donc nécessaire de la présenter avant de l'utiliser dans notre analyse du marché français de la gestion indirecte.

#### 3. 1. L'analyse lexicale

Nous présentons l'intérêt de l'analyse lexicale ainsi que sa méthodologie.

##### 3. 1. 1. Exercice de la légitimité morale

L'analyse de données textuelles permet de mesurer les efforts entrepris par le noyau stratégique en termes de légitimité morale.

En effet, nous avons constaté que la croissance des encours des fonds SR est marquée par le développement du filtrage d'inclusion. Pour construire des critères extrafinanciers, qui attire l'attention du noyau stratégique sur les partenaires considérés comme essentiels à la réalisation du projet économique, ce processus d'évaluation s'inspire largement de la théorie des parties prenantes. Dans le même temps, face à des sollicitations nouvelles et de plus en plus variées de la part de partenaires anciens, financiers et socio-économiques, et plus récents, environnementaux, le dirigeant et les actionnaires contrôlaient tentent de consolider leur pouvoir sur la firme en développant leur légitimité pragmatique, cognitive et morale. Le noyau stratégique est amené à amplifier sa communication à destination des acteurs impliqués ou concernés par l'activité de la firme. Ainsi, en développant la communication avec les marchés financiers, et en particulier en améliorant son écoute des attentes exprimées par les acteurs de la finance SR, le noyau stratégique est amené à exprimer sa vision de l'utilité sociale, sociétale et environnementale du projet stratégique, à délivrer sa définition et sa représentation d'une gouvernance équitable, respectueuse des intérêts de tous les acteurs majeurs liés à l'organisation en

créant de la valeur actionnariale et en permettant que les partenaires non-actionnaires captent de la valeur partenariale ou citoyenne. L'entreprise cherche alors à assurer de la conformité de son comportement à des standards fixés par la RSE et promus par les fonds SR. Il n'est plus ainsi seulement question de forme ou d'information « exacte, précise et sincère » mais de fond, de sens, c'est-à-dire de conformation effective ou intentionnelle à des valeurs morales par la réalisation d'une activité socialement utile et souhaitable pour le genre humain dans son ensemble. L'exercice renvoie donc au déploiement de la légitimité morale du dirigeant et des contrôleurs auprès d'une partie au moins de la communauté financière. Le traitement automatisé des données textuelles donne accès à la représentation de l'éthique portée par les fonds SR. Il met ainsi en évidence les attentes qu'ils développent en direction du noyau stratégique qui doit s'adapter sous peine d'incompréhension par une partie des gérants présents dans le capital de la firme avec, on l'a vu, des risques de contagion.

Toutefois, si les gérants de fonds SR sont les destinataires directs, les épargnants sont également visés. L'information traitée est une donnée textuelle récoltée dans les fiches signalétiques rédigées par les sociétés de gestion à destination des souscripteurs sur le marché de la gestion indirecte. Ainsi notre corpus, tout en appartenant à la concurrence commerciale, s'attache à décrire le fonctionnement des fonds, c'est-à-dire la concurrence industrielle, que les compétences mises en œuvre pour produire un service financier assemblant gestion de portefeuille et sélection de titres sur des critères financiers et extrafinanciers. Cette étude se fixe donc pour objectif de porter un regard descriptif et analytique sur le versant qualitatif des OPCVM SR. A travers la redondance et la précision de la présentation du *screening* positif par les sociétés de gestion, l'analyse nous permettra également de savoir dans quelle mesure les OPCVM SR se font les relais, avec ou sans distorsion, des efforts de légitimité cognitive et morale du noyau stratégique auprès des souscripteurs.

### 3. 1. 2. Méthodologie

Les discours des gérants sont appréhendés à travers un ensemble de données textuelles extraites des notices d'information. Ce corpus est analysé par un logiciel spécialisé dont la méthodologie et les concepts sous-jacents sont construits à l'origine par des linguistes et des statisticiens.

#### 3. 1. 2. 1. Les notices d'information

L'émission de notices d'information est une obligation prévue par l'Autorité des Marchés Financiers pour protéger l'épargne publique. Ces fiches signalétiques, rédigées par les gérants, présentent de manière synthétique, souvent en une ou deux pages, les principales caractéristiques des OPCVM. Elles sont destinées à fournir aux souscripteurs, selon l'AMF, une information « à caractère technique et non commercial ».

Une notice comporte plusieurs rubriques. L'en-tête identifie les acteurs impliqués dans la gestion et la commercialisation du produit : le promoteur qui distribue le produit, le gestionnaire qui assure la gestion du portefeuille de valeurs mobilières, le dépositaire qui assure la conservation des titres détenus et le commissaire aux comptes qui contrôle la régularité de l'enregistrement comptable des opérations financières initiées par l'OPCVM. La mention de leurs adresses respectives permet aux souscripteurs de disposer d'un contact pour obtenir une mise à jour régulière de son information. Les caractéristiques financières précisent la classification de l'OPCVM et décrivent en quelques lignes l'orientation de placement poursuivie. Dans le cas des fonds SR, le gérant y présente notamment les modalités du processus de sélection sur des critères financiers et extrafinanciers des valeurs mobilières éligibles au portefeuille. Ces données sont précisément l'objet de notre attention puisqu'elles constituent le matériau brut de notre ADT. Le gérant indique également la nature et le niveau des risques encourus : faible en cas de placement sur le marché monétaire, modéré pour un investissement obligataire et élevé pour une exposition sur les marchés d'actions. Une durée minimale de



placement est recommandée : plus le risque est important, plus le souscripteur doit s'attendre à immobiliser son capital sur une longue durée avant de se voir servir une rentabilité ajustée au risque. La segmentation commerciale apparaît avec les souscripteurs concernés. Certains fonds sont particulièrement destinés aux personnes morales (investisseurs institutionnels, entreprises et d'autres organisations telles que les congrégations religieuses par exemple), ou aux personnes physiques (ménages) ou peuvent s'adresser sans distinction à tout types d'investisseurs. Enfin, le mode d'affectation des revenus est précisé : « C » pour capitalisation et « D » pour distribution. La dernière rubrique présente les principales modalités de fonctionnement du fonds. La propriété est divisée en parts sociales pour les FCP et en actions pour les SICAV. La date de clôture de l'exercice comptable et la devise de la comptabilité sont mentionnées ainsi que la valeur liquidative (VL) d'origine et sa périodicité de calcul : quotidienne ou hebdomadaire pour les fonds les plus courants, « à vocation générale ». La société de gestion indique également les conditions de souscription et de rachat et les frais de gestion appliqués. La notice se termine par la date d'agrément de la COB/AMF de l'OPCVM et la date d'édition de la présente version.

La constitution du corpus sur la base des notices d'information est un choix motivé par le fait qu'elles sont visées par l'AMF. Cette normalisation a l'avantage de fournir un document d'information standardisé à destination des épargnants. Ceci permet de répondre à la contrainte d'homogénéité<sup>268</sup> nécessaire à la bonne réalisation de l'étude<sup>269</sup> à la mise en évidence d'éventuelles dissonances ou originalités tranchant avec les discours ambiants. En effet, la validité de l'ADT nécessite que les notices offrent ainsi une certaine comparabilité en termes de longueur de texte et de contenu sémantique.

---

<sup>268</sup> Cf. Agnès Helme-Guizon et Marie-Laure Gavard-Perret, « L'analyse automatisée de données textuelles en marketing : comparaison de trois logiciels », *Décisions Marketing*, octobre-décembre, 2004, p. 88

<sup>269</sup> Cf. Max Reinert, « Quel objet pour une analyse statistique du discours ? Quelques réflexions à propos de la réponse ALCESTE », *Actes des 4<sup>e</sup> Journées Internationales d'Analyse Statistique des Données Textuelles*, 1998, [www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica](http://www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica), p. 557-569

### 3. 1. 2. 2. Constitution du corpus

La première étape est une recherche documentaire. Elle consiste en un recensement et une collecte des notices d'information des fonds qui se présentent sur le marché de la gestion indirecte comme éthiques ou SR. Cette phase permet de créer une base de données listant 190 OPCVM<sup>270</sup> présentant quatre caractéristiques :

- Une présence sur le marché français de la gestion indirecte avec l'agrément de l'AMF ;
- Une sélection des valeurs mobilières mobilisant une analyse sociale, qu'elle soit bâtie sur un filtrage d'exclusion, un filtrage d'inclusion ou un mix des deux ;
- Le reversement d'une part de la performance au profit d'une organisation caritative ou le financement d'entreprises solidaires ;
- La gestion d'un portefeuille constitué essentiellement de valeurs mobilières cotées sur les marchés financiers (actions, obligations, titres de créance négociables...).

La deuxième étape est la délimitation du champ de l'étude. Ainsi, 137 fonds ou compartiments de fonds de droit français, excluant 53 OPCVM de droit luxembourgeois ou belge sont regroupés. Les fonds mutuels retenus se scindent en deux familles : 122 sont gérés dans une démarche d'analyse extrafinancière des titres en portefeuille tandis que 15 autres solidaires et de partage fondent – sans exclusive systématique toutefois – leur engagement éthique sur le financement d'entreprises non cotées solidaires (activités de micro-crédit en faveur des chômeurs créateurs d'entreprise par exemple) et/ou sur le reversement d'une part de leurs revenus annuels au profit d'ONG, d'associations, d'œuvres caritatives ou de fondations.

De plus, nous extrayons de chaque notice les énoncés centrés sur la description de l'approche éthique (analyse sociale par inclusion et/ou

---

<sup>270</sup> Dans cette étude, à un *International Security Identification Number* (ISIN) correspond un placement.

exclusion, développement durable, référence à une éthique particulière notamment religieuse, financement d'ONG...). Les données présentent ainsi :

- L'horizon temporel de gestion recommandé pour obtenir une performance positive ajustée au risque ;
- La définition des critères financiers et extrafinanciers utilisés dans le processus de sélection ;
- Pour les fonds solidaires, le mode d'affectation des revenus distribuables et notamment l'ONG bénéficiant d'une part de la performance annuelle.

A titre d'essai, un premier corpus comprenant les extraits des 137 notices a été analysé. Les résultats se sont révélés difficilement interprétables avec la répétition de plusieurs extraits semblables de notice d'information. En effet, plusieurs types de fonds sont présentés de manière identique. Les fonds « parapluie » comprennent plusieurs compartiments représentant chacun un portefeuille d'actifs dont la gestion et la comptabilité sont autonomes<sup>271</sup>. Les fonds nourriciers sont des portefeuilles investis en totalité et en permanence en actions ou parts d'un autre OPCVM « maître » et, à titre accessoire, en liquidité. Tous dupliquent leur présentation de l'orientation de placement. Ces multiples redondances édifient une pondération implicite des éléments constituant le corpus, sans que cette pondération ne puisse être estimée plus pertinente qu'une autre basée par exemple sur les encours gérés ou tout autre indicateur. Un problème analogue est rencontré par Statman (2000) dans une recherche quantitative : la duplication de certains fonds introduit des historiques de valeurs liquidatives identiques. Pour bâtir son échantillon, l'auteure choisit de ne conserver que les données concernant le premier fonds établi et d'éliminer les doublons<sup>272</sup>. Nous adoptons ici la même convention. Nous ne conservons que les fonds introduisant pour la première fois une présentation. Aussi, parce que cette étude a pour enjeu l'appréhension de la diversité des discours de 39 sociétés de gestion différentes, 65 redites ont été

---

<sup>271</sup> Chaque compartiment des OPCVM à compartiments est ici considéré comme un placement distinct. Ceci pour plusieurs raisons. Chaque compartiment est doté d'un ISIN propre. Chaque compartiment présente un historique de valeur liquidative qui lui est spécifique. Enfin, le passage d'un compartiment à un autre est fiscalement assimilé à une cession soumise au régime des plus-values sur cessions mobilières.

<sup>272</sup> Cf. Meir Statman, *op. cit.*, p. 33

exclues. Notre échantillon final d'analyse est constitué d'extraits des fiches signalétiques de 72 fonds, créés entre 1983 et 2004 (cf. annexe 1 : « Discours des fonds SR de droit français »). Le tableau synoptique qui suit en présente quelques caractéristiques.

**Tableau 3-9 : Corpus de l'analyse lexicale**

<b>Classification AMF</b>	<b>Nombre de fonds</b>	<b>Nombre de gérants*</b>	<b>Période de création</b>
Monétaire**	1	1	2001
Obligataire**	9	7	1985-2003
Garanti	1	1	2000
Diversifié	17	14	1983-2003
Actions françaises	4	4	1997-1999
Actions euro	20	18	1994-2002
Actions Europe	16	16	1995-2004
Actions internationales	4	3	1999-2001
<i>Total</i>	<b>72</b>	<b>64</b>	<b>1983-2004</b>

\* Certaines sociétés de gestion proposant plusieurs fonds SR, le nombre de gérants est supérieur à 40.

\*\* Ces catégories regroupent les fonds investis sur les marchés de la zone euro, de l'Union Européenne et ceux à vocation internationale.

### 3. 1. 2. 3. L'analyse lexicale

La recherche fait appel au logiciel ALCESTE 4.7, acronyme d'Analyse des Lexèmes Cooccurrents dans les Enoncés Simples d'un TEXte, surtout connu des chercheurs en mercatique pour qui il s'avère utile dans l'analyse de la concurrence commerciale<sup>273</sup>. Toutefois, ce programme est de plus en plus utilisé dans d'autres champs des sciences de gestion, notamment en gestion des ressources humaines<sup>274</sup> et, pour ce qui nous concerne plus particulièrement ici, la stratégie et la finance de marché<sup>275</sup>.

<sup>273</sup> Cf. Dominique Crié, « Le positionnement des sites web par l'analyse lexicale », *Décision marketing*, 2000, n° 25, p. 71-81

<sup>274</sup> Cf. Dominique Peyrat-Guillard, « Une application de la statistique textuelle à la gestion des ressources humaines : appréhender le concept d'implication au travail de façon alternative »,

Cet outil d'analyse lexicométrique permet d'extraire d'un ensemble littéraire composé d'un ou plusieurs discours constituant un corpus homogène, les données fondamentales et structurantes, regroupant les éléments significatifs dans différents « univers lexicaux » pour en dégager le ou les sens dominant(s). L'analyse lexicale par contextes est ainsi une méthode d'ADT<sup>276</sup> fondée sur une heuristique qui soumet le corpus à plusieurs traitements linguistiques et statistiques :

- La lemmatisation du corpus élimine les « bruits » générés par les hapax, c'est-à-dire par les formes peu utilisées dont l'occurrence dans le corpus est de 1, et par les désinences et suffixes pour ramener les mots à leur racine ;
- Ce travail préparatoire permet le dénombrement des mots présents ou formes significatives et un calcul de leurs cooccurrences deux à deux ;
- Ensuite, le texte est découpé en unités de contexte (u.c) visant à affiner la compréhension de chaque élément extrait. Cette étape permet de créer un tableau à double entrée croisant, en ligne, les unités de contexte et, en colonne, les formes ;
- Enfin, le dernier traitement opère une analyse factorielle des correspondances (AFC) qui détermine une répartition des données obtenues en différentes classes de mots liés. Ces classes sont autant de regroupements de mots, de syntagmes et de segments répétés qui permettent de fixer les multiples univers lexicaux contenus dans un texte.

---

*Actes des 5<sup>ème</sup> Journées Internationales d'Analyse Statistique des Données Textuelles*, 2000, [www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica](http://www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica), 8 pages

<sup>275</sup> Cf. Salim Chahine et Jean-Pierre Mathieu, « Valorisation stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau Marché », *Finance Contrôle Stratégie*, juin, 2003, vol. 6, n° 2, p. 91-115

<sup>276</sup> Cf. Ludovic Lebart et André Salem, *Statistique textuelle*, éditions Dunod, Paris, 1994, 342 pages

Plusieurs concepts utilisés doivent également être l'objet d'une définition<sup>277</sup> même si certaines sont encore l'objet de débats techniques et conceptuels<sup>278</sup> :

- Les unités de contexte élémentaires (u.c.e) sont des « *séquences de textes de longueurs comparables, qui peuvent souvent coïncider avec les phrases* » ;
- Les formes significatives sont les mots pour lesquels « *pour un seuil de spécificité fixé, une forme i et une partie j données, la forme i est dite spécifique positive de la partie j (ou forme caractéristique de cette partie) si sa sous-fréquence est "anormalement élevée" dans cette partie* ». En d'autres termes, les formes significatives sont les énoncés i attachés à une classe j par un khi deux ( $\chi^2$ ) très positif ;
- Les absences significatives sont les mots pour lesquels « *pour un seuil de spécificité fixé, une forme i et une partie j données, la forme i est dite spécifique négative de la partie j si sa sous-fréquence est anormalement faible dans cette partie* ». En d'autres termes, les absences significatives sont les énoncés i d'autant plus détachés d'une classe j que le  $\chi^2$  est négatif ;
- Un segment répété est une « *suite de formes dont la fréquence est supérieure ou égale à 2 dans le corpus* » ;

De plus, pour enrichir le corpus et faciliter l'interprétation des résultats, des informations alphanumériques complémentaires – appelées « variables étoilées » car commençant par le signe \* pour que le logiciel les distingue des données textuelles à analyser – sont attachées à chaque extrait de notices d'information :

- Les fonds mutuels sont anonymisés : leurs noms sont remplacés par la variable étoilée \*opcvm\_0xx où xx est un chiffre compris entre 001 et 072 ;
- La société de gestion est indiquée par la variable étoilée \*socam\_xxx où xxx est l'acronyme de la société de gestion ;

---

<sup>277</sup> Cf. Ludovic Lebart et André Salem, *op. cit.*

<sup>278</sup> Cf. Marie-Laure Gavard-Perret et Jean Moscarola, « Enoncé ou énonciation ? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing », *Recherche et Applications en Marketing*, 1998, vol. 13, n° 2, p. 31-47

- L'orientation de gestion est spécifiée par la variable étoilée \*orient\_, où par exemple \*orient\_acteuo indique qu'un fonds est composé d'actions de pays de la zone euro ;
- La variable étoilée \*annee\_ signale l'année de création de chaque OPCVM. Elle ouvre ainsi la possibilité d'une interprétation longitudinale des résultats afin d'identifier une éventuelle inertie historique des discours développés selon l'histoire de chaque fonds SR. Toutefois, cette précaution souffre de l'obligation faite par l'AMF aux gérants d'actualiser régulièrement les informations contenues dans les notices à destination de leurs clients.

Enfin, nous avons procédé à deux retraitements du corpus en nous inspirant des méthodes de l'analyse sémantique. « xxx » et « zzz » sont des « équivalents<sup>279</sup> », c'est-à-dire des formes, des termes ou des acronymes qui permettent de donner un terme générique, facilement identifiable par le chercheur mais qui ne peut pas être confondu par le logiciel avec une forme déjà présente dans le corpus, à une même réalité différemment nommée dans le corpus :

- Le premier remplace le nom des ONG, associations caritatives et structures non marchandes désignées pour recevoir tout ou partie des revenus générés et distribués par les fonds solidaires ;
- Le second remplace le nom de l'agence de notation sociale Vigéo (ex-Arese), de l'association Ethique et Investissement, et de l'indice d'actions SR ASPI eurozone qui, sur des critères sociaux, sociétaux et/ou environnementaux, signalent aux gérants les valeurs éligibles à l'univers d'investissement des fonds SR.

### 3. 2. Résultats

L'analyse lexicale par contextes menée à l'aide du logiciel lexicométrique ALCESTE décompose le corpus en trois classes regroupant 128

---

<sup>279</sup> Cf. Stéphane Trébucq, « Finance organisationnelle : un essai de représentation », *Actes des 7<sup>e</sup> Journées Internationales d'Analyse Statistique des Données Textuelles*, 2004, [www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica](http://www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica), p. 1061-1068

des 139 u.c.e soit 92,08%. 100% de la variance est expliquée (cf. annexe 2 « Rapport résumé d'Alceste » et annexe 3 « Rapport détaillé d'Alceste »). Chaque classe est composée d'un nombre inégal d'u.c.e. La partie 1 contient le plus grand nombre de formes, 78, loin devant les classes 3 qui en regroupe 36 et surtout 2 qui n'en compte que 14.

### 3. 2. 1. Classe 1

La classe 1 contient de 61% des énoncés classés. La plus riche en termes de formes analysées, elle regroupe également le plus grand nombre de fonds : 35 sur 72 soit près de la moitié des fonds mutuels SR présents dans le corpus. Ceux-ci ont été principalement émis en 2000 et 2003, deux années marquées par la hausse des indices d'actions. Les sociétés de gestion IDE AM, Dexia AM et Phitrust Finance marquent une présence importante dans cette partition du corpus.

#### Encadré 3-1 : Vocabulaire spécifique de la classe 1

**dura+ble**(22<sup>280</sup>), **européen**+(11), **portefeuille**+(14), **terme**+(13), **valeur**+(17), **fcp**(10), **financier**+(14), **long**+(9), **specialis+er**(8), **ethique**+(17), **secteur**+(6), **titre**+(13), **invest+ir**(22), **repondre**.(7), **valoris+er**(7), **cote**+(7), **nota+ble**(6), **zzz**(10), **comite**+(5), **croissance**+(5), **developpement**+(21), **entreprise**+(19), **produit**+(5), **appu+yer**(5), **respect+er**(5), **essenti+el**(5), **perform+ant**(8), **capita+l**(5), **français**+(4), **interne**+(4), **principa+l**(3), **agence**+(6), **compose**+(4), **critere**+(31), **emprunt**+(4), **fonctionnement**+(4), **moyen**+(4), **obligation**+(4), **part**+(4), **perspective**<(7), **recherche**+(4), **zone**+(4), **constitu+er**(5), **effectu+er**(3), **etabl+ir**(4), **expertis+er**(4), **favoris+er**(6), **obtenir**.(4), **offrir**.(4), **present+er**(4), **repos+er**(4), **satisfaire**.(3), **act+ion**(29), **evaluat+ion**(3), **renta+ble**(5), **responsa**<(10), **emetteur**+(4), **euro**(4), **sicav**(10), **societal**+(6)

<sup>280</sup> Entre parenthèses, nous spécifions le nombre de fois que l'u.c.e apparaît dans la classe tandis qu'en gras nous désignons celles qui sont significatives au sens du test du  $\chi^2$  mesurant la force de l'association de la forme à la classe.



Plusieurs champs lexicaux se dégagent dans cette première partie du corpus. Les évocations sont centrées sur la concurrence industrielle, et plus particulièrement sur trois des compétences à maîtriser pour gérer un fonds SR :

- La gestion de portefeuille apparaît avec les formes évoquant l'allocation géographique ou sectorielle (« européen », « zone », « euro », « français », « secteur »), l'horizon temporel de gestion (« terme », « long », « moyen », « perspective », le segment « long terme » est répété 6 fois) et la répartition d'un « capital » dans un « portefeuille », sous forme de « fcp » ou de « sicav », « composé » de valeurs mobilières « cotées », d'« actions » et « obligations », ;
- Plusieurs formes sont centrées sur le processus de sélection sur des critères financiers des entreprises : « financier », « croissance », « développement », « entreprise », « performant », « rentable » ;
- Enfin, plusieurs termes définissent le processus de sélection des valeurs sur des critères extrafinanciers : « notation », « zzz », « comité », « agence », « analyse », « expertiser ». Le *screening* positif est la seule méthode de filtrage évoquée : les segments « critère développement durable » et « social et environnemental » sont répétés chacun cinq fois tandis que le segment « social et responsable » est répété quatre fois. L'objectif est de fournir un outil d'allocation au gérant (« sélectionne », « constituer », « appuyer », « recherche », « entreprise », « valeur ») pour investir dans les sociétés vertueuses se conformant aux standards définis (« répondre », « respecter », « favoriser », « obtenir », « offrir », « satisfaire » et « présenter »).

Globalement, la classe 1 procède à la description des tâches assumées par le *front office* et par le processus de sélection des valeurs mobilières sur des critères financiers et extrafinanciers. Le point de vue adopté est celui de l'acteur de marché qu'est le gérant dans un contexte de marché favorable. Les fonds sont surtout lancés en 2000 et 2003. La première année est marquée par le plus haut de la bulle boursière et la seconde par la reprise après une chute importante des cours. L'optique est externe à la firme. La présence importante du filtrage d'inclusion indique que l'éthique est placée en amont du processus

de gestion du portefeuille, s'exerçant lors de la définition des investissements. Pour ces fonds, le *screening* négatif n'émerge pas comme une pratique substantielle, présente de manière forte dans les discours adressés aux souscripteurs. L'attente développée en direction du noyau stratégique est donc largement actionnariale. Elle reprend, peu ou prou, deux des trois formes de légitimité du pouvoir du management et des contrôleurs sur la firme : pragmatique avec la gestion de portefeuille et la sélection des titres sur des critères financiers et cognitive avec l'analyse sociale.

### 3. 2. 2. Classe 2

La classe 2 regroupe 11% des u.c.e analysées. On y retrouve 10 OPCVM parmi les plus anciens avec des créations étalées pour l'essentiel sur une dizaine d'années, de 1987 à 1997. De manière très affirmée par rapport aux autres classes, y sont regroupés des fonds diversifiés, obligataires, garantis ou assortis d'une protection. Les sociétés de gestion Ecofi Investissements et Sogeposte marquent une présence importante sur ce créneau.

#### **Encadré 3-2 : Vocabulaire spécifique de la classe 2**

**don+(12), exercice+(6), forme+(8), moitié+(7), distribu+er(5),**  
**souscript+ion(4), partenaire+(4), fond+(8), organ+16(4), faire.(2),**  
**engag+er(2), pays(2), objectif+(4), compartiment+(1), compte+(3),**  
**financ+er(1), prendre.(1), xx< (10)**

Les évocations sont centrées sur la concurrence industrielle par la présentation d'une compétence spécifique qui apparaît en aval du processus de gestion lors de la répartition des revenus générés par les fonds. En effet, cette classe concerne les fonds solidaires qui versent (« distribuer » ; « sous forme de don » et « sous forme de don à xxx » sont 2 segments répétés chacun 4 fois) une part (« moitié ») de leurs revenus annuels (« exercice ») à des associations caritatives (désignées par le terme générique « xxx » tandis que le segment « organisme partenaire du fonds » est répété 3 fois). Cette contrainte de distribution est cohérente avec une orientation de placement peu risquée. Les

portefeuilles comprennent ainsi une part importante de produits obligataires, à même de proposer, par le versement d'intérêts notamment, un revenu moins aléatoire que ceux générés par les titres de capital (plus-value et dividendes). Les méthodes d'analyse sociale, par exclusion ou par inclusion, sont ici totalement absentes. Ces investisseurs présentent une particularité. Les discours des gérants ne relaient aucune attente en direction du noyau stratégique des entreprises cotées qui ne sont pas évoquées. En fait, les discours expriment la sensibilité des sociétés de gestion aux attentes spécifiques développées par leurs clients qui leur réclament des produits financiers en mesure de délivrer une performance citoyenne par le reversement d'une part de la performance annuelle au profit d'ONG.

### 3. 2. 3. Classe 3

La classe 3 concentre 28% des u.c.e analysées. Elle est constituée des discours de 16 fonds mutuels émis principalement en 2002. Ces FCP et SICAV sont très largement investis en actions des pays de la zone euro et en actions des pays de l'Union Européenne, à rebours de la tendance de marché qui, cette année là est baissière. Les fonds investis en actions françaises sont également présents même si leur nombre dans le corpus est modeste, l'élargissement des avantages du PEA aux actions des pays de l'Union Européenne ayant incité les sociétés de gestion à transformer leur offre pour en agrandir géographiquement l'univers d'investissement.

#### **Encadré 3-3 : Vocabulaire spécifique de la classe 3**

**relation+(23), civil+(16), humain+(14), client+(15), actionnaires(19), fournisseurs(16), environnement(22), ressource+(14), qualite+(13), naturel+(5), notamment(9), respect+(12), travail<(6), matiere+(5), integr+er(3), renouvel+er(3), tenir.(4), polit+16(7), protect+ion(4), droit+(3), comportement+(5), socia+l(15), societe+(19), mora+l(2), preserv+er(2), privilege+er(2), econom+16(5), gestion<(7), gouvernement<(2), coherence(2), environnemental+(8), vis-a-vis (5<sup>281</sup>)**

<sup>281</sup> L'énoncé « vis-à-vis » est un mot outil. Il caractérise la dimension organisationnelle des relations entre acteurs économiques au sein du gouvernement d'entreprise.

Les évocations regroupées dans cette classe sont centrées sur le gouvernement d'entreprise : « relation », « qualité », « respect », « politique », « droit », « comportement », « gestion », « gouvernement » et « vis-à-vis ». On obtient ici la confirmation que la gouvernance inspire largement la notation sociale des fonds les plus récents, utilisant le *screening* positif comme principale méthode de filtrage des valeurs mobilières sur des critères extrafinanciers. Nous retrouvons ainsi chacune des trois strates de partenaires que nous avons définies :

- La strate actionnariale avec « actionnaires » et le segment répété cinq fois de « relations avec les actionnaires » ;
- La strate partenariale, où tous les partenaires socio-économiques importants pour le processus productif sont représentés : en amont du processus de création de valeur avec « client » comme en aval avec « fournisseur ». De même, les segments « fournisseurs et actionnaires » et « qualité des relations avec les clients et les fournisseurs » apparaissent chacun quatre fois. Les salariés constituent également un partenaire important, sans être toutefois le plus évoqué avec la forme significative « travail » et les segments « ressource humaine » et « gestion des ressources humaines » répétés respectivement huit et quatre fois ;
- La strate citoyenne où l'on retrouve les deux parties prenantes environnementales identifiées dans la littérature académique, la société civile et le milieu naturel, avec les formes « civil », « protection », « environnement », « naturel », « social », « moral », « environnemental » et avec les segments répétés à cinq reprises de « société civile » et de « relation avec la société civile ».

Le point de vue adopté dans cette classe est plus empathique. L'optique développée est interne à la firme, au moment où les marchés financiers affichent des performances largement négatives. En effet, la présentation de la concurrence industrielle est plus descriptive et centrée sur la seule compétence qu'est le *screening* positif, marquant une éthique placée en amont du processus de gestion. L'analyse sociale n'est plus un processus décrit dans l'optique du

gérant du point de vue du noyau stratégique dans ses relations avec les partenaires impliqués ou concernés par la réalisation du projet économique. Les attentes adressées au dirigeant sont dans cette partition les plus complexes car elles concernent tout à la fois les créanciers résiduels que sont les propriétaires du capital mais également les partenaires socio-économiques qui concourent à la réalisation du projet stratégique et les parties prenantes environnementales.

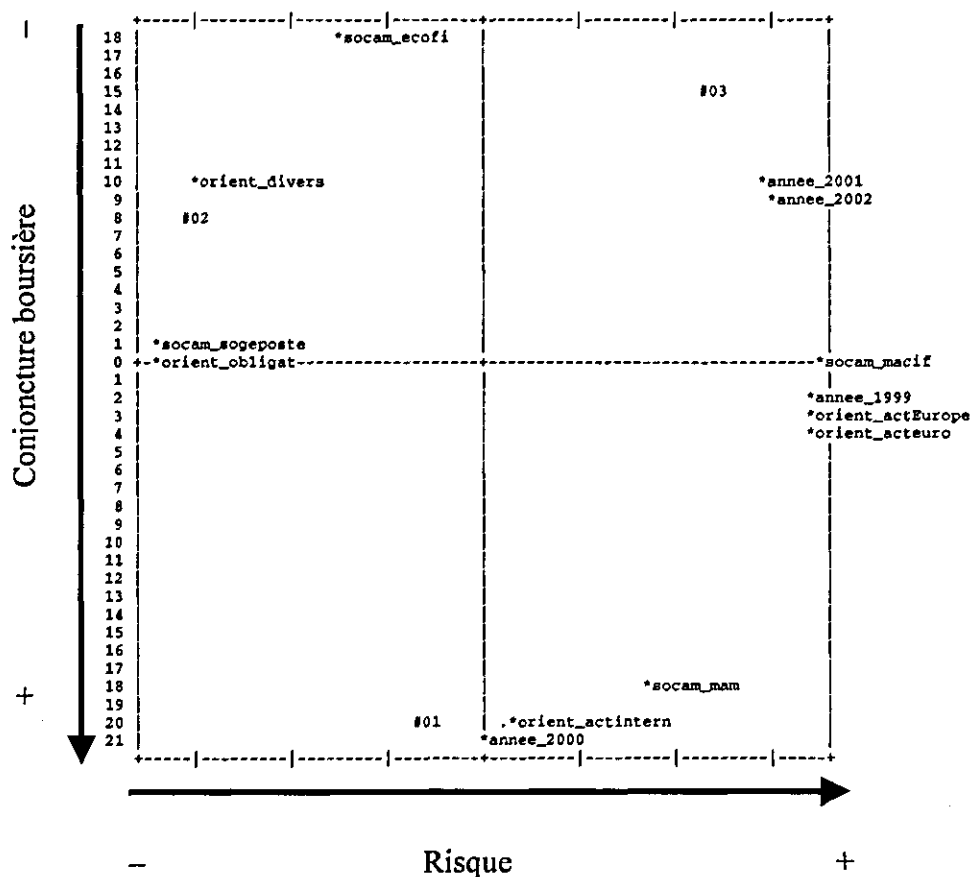
### 3. 2. 4. Analyse factorielle des correspondances

Ces appréciations trouvent une confirmation dans une AFC des variables et des u.c.e significatives du corpus.

Dans le premier plan qui suit, ne sont projetées que les variables étoilées selon leurs corrélations afin de déterminer les variables structurant les axes. Ce schéma appelle deux commentaires. D'une part, \*annee\_2003 est recouvert par \*orient\_actintern. D'autre part, #01, #02 et #03 désignent les barycentres respectivement des classes 1, 2 et 3, c'est-à-dire le centre de gravité créé par la répartition spatiale des u.c.e regroupées dans chaque classe.

### Graphique 3-7 : AFC des classes et mots étoilés du corpus

Axe horizontal : 1e facteur : V.P. =.5027 (56.27% de l'inertie)  
 Axe vertical : 2e facteur : V.P. =.3907 (43.73% de l'inertie)

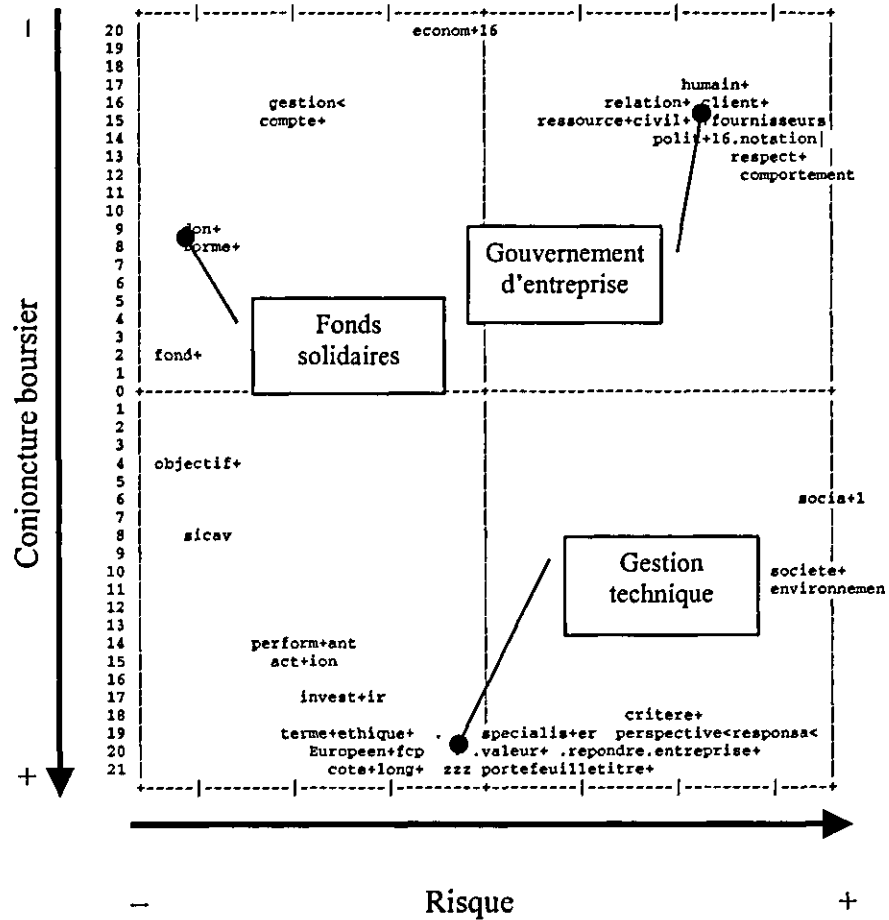


Dans le plan suivant, ne sont projetées par contre que les formes analysées selon leur corrélation. Ainsi, il est possible de définir les caractéristiques des fonds dont le contenu de la notice d'information a une spécificité positive dans une classe. Mais ici aussi, plusieurs mots sont recouverts. Dans la classe 1, « financier+ » est recouvert par « valeur+ » ; entre « valeur+ » et « répondre » se trouve « societal+ » ; entre « éthique+ » et « specialis+er » se place « developpemen » et, entre « fcp » et « valeur+ », se trouve « dura+ble ». Dans la classe 3, « actionnaires » est recouvert par « client+ » ; « environnemen » est recouvert par « notation » et « qualite+ » est recouvert par « fournisseurs ». Enfin, la forme « environnement » située en dessous de « societe+ » est la racine de l'adjectif environnemental à la différence du nom commun « environnemen » contenu dans la classe 1.

### Plan 3-8 : AFC des mots analysés

Axe horizontal : 1e facteur : V.P. = .5027 (56.27% de l'inertie)

Axe vertical : 2e facteur : V.P. = .3907 (43.73% de l'inertie)



Chaque classe se distingue des deux autres. Les trois partitions regroupent donc des éléments dont le contexte d'utilisation est très différent même si le corpus est homogène. Dans une AFC, chaque axe constitue une information. L'axe horizontal a une valeur propre de 0,5027. Il explique 56,27% de l'inertie. Il se construit selon le niveau de risque, du plus faible avec l'orientation obligataire au plus fort avec les orientations en actions. L'axe vertical a une valeur propre plus faible, à 0,3907. Il explique 43,73% de la variance constatée. Ce second axe est un révélateur de la tendance sur les marchés financiers puisqu'il se construit en mettant en opposition les années de hausse boursière (2000 et 2003) et les années de baisse des marchés financiers (2001 et 2002). L'ADT permet de mettre en évidence un lien entre tendance de marché et orientation de gestion des fonds SR créés. Les OPCVM « actions

internationales » sont surtout lancés en 2000 et 2003 lorsque les indices d'actions affichent des rentabilités positives. A l'inverse, les fonds « diversifiés » sont lancés en 2001 et 2002 alors que les marchés financiers affichent des performances négatives. Il semble ainsi que la conception financière des fonds « actions internationales » et « diversifiés » demeure prédominante. Ce trait, par contre, n'est pas confirmé pour les fonds « actions des pays de la zone euro » et « actions des pays de l'Union Européenne ». Une explication se trouve peut-être dans le fait que l'ISR à cette date est un marché non mature. En effet, en 2001-2002, il constitue encore un pari pour les sociétés de gestion qui cherchent sans doute d'abord à créer une gamme complète de produits, à constituer une clientèle avant de s'intéresser à un pilotage stratégique plus fin de la place de leur offre SR dans leur portefeuille de produits. Bien plus que l'orientation de gestion, ce sont surtout les discours des fonds SR qui semblent contingents aux humeurs de la bourse. Les pratiques discursives sont ainsi centrées sur les marchés financiers quand la tendance est positive : l'éthique du fonds n'apparaît alors que comme une caractéristique parmi d'autres du fonds. A l'inverse, quand la bourse subit une évolution négative, les gérants focalisent la présentation de leurs OPCVM sur la dimension SR de leurs processus d'investissement, sur l'analyse sociale comme compétence spécifique qui distingue le produit financier de ses concurrents gérés sur des critères uniquement financiers. C'est donc une stratégie de différenciation qui est menée. Il est vrai que, dans un contexte boursier très déprimé, la notion d'investissement à long terme – en rupture avec les discours sur la rentabilité immédiate qui ont accompagné la formation d'une bulle spéculative sur les valeurs de la Nouvelle Economie – prend une dimension particulièrement attrayante. L'ISR est ainsi un moyen pour les gérants de maintenir le niveau des encours qui leur sont confiés par les épargnants en proposant un produit innovant, différent de leur offre traditionnelle.



### 3. 2. 5. Discussion

Notre discussion comprend quelques conseils méthodologiques et une intégration des résultats obtenus dans l'analyse développée dans les deux premiers chapitres de cette étude.

#### 3. 2. 5. 1. Quelques enseignements méthodologiques

L'utilisation d'ALCESTE pour l'analyse des discours des fonds SR de droit français présente les traitements rendus possibles par l'ADT dans le domaine de la gestion. La mobilisation originale de concepts et d'outils linguistiques et statistiques donne un nouvel éclairage dans un contexte marqué par l'inflation discursive des entreprises face à laquelle le chercheur, sur le plan méthodologique, peut sembler parfois un peu dépourvu. Cette communication abondante est l'expression des efforts de légitimation cognitive déployés par le dirigeant et les actionnaires contrôlares en direction des partenaires, notamment financiers présents sur les marchés internationaux de capitaux.

L'analyse a l'avantage de rendre accessibles de nouvelles données, de nouvelles informations qui ouvrent la possibilité de formuler des hypothèses, de les tester et de construire et développer de nouveaux paradigmes. Toutefois, instructif sur le plan stratégique et financier, sur le positionnement des gérants sur le marché de la gestion indirecte et sur la légitimité cognitive du noyau stratégique sur les marchés financiers, cet exemple est également riche d'enseignements sur le plan méthodologique. En effet, cette étude illustre tout autant certaines des critiques avancées à l'encontre d'ALCESTE<sup>282</sup> qu'elle permet d'avancer quelques conseils d'application de l'heuristique statistique. La constitution du corpus est une tâche dont la bonne réalisation n'est pas sans conséquence sur le format et la teneur des résultats délivrés par le traitement automatique (nombre de classes, contenu des classes etc.). La définition des énoncés entrant dans le champ d'étude et le regroupement des fragments sont donc des étapes sensibles. Ainsi, d'une part, il est nécessaire que le corpus se

---

<sup>282</sup> Cf. Agnès Helme-Guizon et Marie-Laure Gavard-Perret, *op. cit.*, p. 75-90

présente « *comme un tout ayant une certaine cohérence*<sup>283</sup> ». Malheureusement, cette contrainte d'homogénéité n'est pas clairement définie en termes pratiques : seule l'expérience, en ce domaine, est un recours. De plus, cette contrainte pèse sur l'analyse car elle limite les possibilités de comparaison aux productions discursives proches par le contenu et par la taille. Ceci suppose que le chercheur dispose de données textuelles produites par différents émetteurs en quantité et en qualité comparables. D'autre part, la mise en forme du corpus comprend une succession de tâches visant à supprimer les majuscules, certains symboles tels que \* et -, et à définir des variables étoilées. Ces dernières ont toutefois l'avantage d'enrichir l'étude en permettant de mentionner des caractéristiques hors corpus qui aideront le chercheur dans sa compréhension des résultats par la construction d'une analyse explicative des faits de gestion mis en évidence.

Une fois le corpus réalisé, l'utilisation d'ALCESTE s'avère somme toute conviviale. En effet, l'initiation est aussi intuitive que rapide même si la lecture du manuel d'utilisation demeure nécessaire pour une première prise en main et pour relever les principales potentialités offertes par le traitement automatique. Toutefois, cette facilité a sa contrepartie. Le programme est une « boîte noire ». Les paramétrages les plus fins, techniquement possibles et facilement accessibles, sont peu à portée du néophyte. Ainsi, si l'utilisation est facile, son fonctionnement général par contre est assez obscur menant à plusieurs critiques importantes. D'une part, la suppression des hapax et des formes les moins usitées réduit d'autorité la diversité lexicale de l'énoncé dont la pleine appréhension est justement l'objectif de la recherche. D'autre part, la lemmatisation est parfois approximative. L'intervention humaine est alors rendue nécessaire, nuanciant quelque peu l'affirmation produite par la société éditrice du logiciel ALCESTE qui avance que « [La méthode] *a pour avantage de ne pas exiger de connaissances a priori sur le texte à analyser*<sup>284</sup>. » Egalement, la constitution de classes peut aboutir à regrouper des formes très

---

<sup>283</sup> Cf. Image, *Manuel d'utilisation, version 4.7 pour Windows*, p. 7

<sup>284</sup> Cf. Image, « ALCESTE - Un Logiciel d'Analyse de Données Textuelles - Outil d'aide à l'Analyse Automatique, Rapide et Efficace », document commercial, p. 2

variées, difficiles à relier entre elles. C'est le cas notamment de la classe 1 qui contient trois champs lexicaux relativement différents.

Nous ne pouvons finir sans une réflexion plus large, plus épistémologique que méthodologique. ALCESTE est un outil qui a ses usages mais en tant que tel, il n'est qu'un instrument : s'il permet un traitement efficace, il ne constitue pas à lui seul une analyse. En effet, celle-ci – c'est sans doute le plus facilement observable dans les recherches empiriques mais ce n'en est pas moins vrai pour la recherche théorique – est un processus constitué de deux étapes. La première procède à la récolte et au traitement des données. Elle délivre ainsi une présentation des faits en présence, la description d'une réalité en répondant aux questions : Qu'est-ce que c'est ? Comment ? Mais, pour que la recherche mérite son nom d'analyse de contenu et devienne sémantique, il manque une étape. Tout autant que de forme, il est alors question de fond. Le rapport rédigé par le logiciel ne clôt pas l'analyse. S'il dévoile les structures lexicales d'un discours, il n'est que le point de départ de la réflexion engagée par le chercheur. A charge pour ce dernier de présenter les résultats obtenus, de relier les éléments épars mis en évidence et d'en tirer les conclusions. La seconde phase, la plus riche, est alors une interprétation, comme mise en cohérence des informations obtenues, produisant du sens c'est-à-dire une explication. Le chercheur est amené à répondre à la question : Pourquoi ? Ainsi, pour que les travaux deviennent une analyse, l'intervention humaine demeure nécessaire : pour contrôler l'usage de l'outil, comprendre les résultats, les replacer dans un paradigme, dans un champ de connaissance préexistant et valider, invalider ou reformuler les hypothèses existantes.

Aujourd'hui encore, l'ADT demeure une méthode originale, en finance comme en stratégie. Devant les possibilités importantes mais néanmoins contingentes qu'elle offre, souhaitons qu'elle devienne rapidement une compétence nouvelle, enrichissant la « concurrence industrielle » des chercheurs en gestion.

### 3. 2. 5. 2. Les légitimités

L'ADT fournit des résultats riches qui permettent également d'avancer plusieurs éléments pour la validation du modèle de légitimité du noyau stratégique.

L'essentiel des fonds SR adopte une éthique agnostique, non caritative, placée en amont du processus de gestion, intervenant dans la sélection des investissements en portefeuille. Le *screening* négatif, supplanté par le filtrage d'inclusion, n'apparaît pas comme la méthode principale des fonds SR. Ainsi, à l'exception des fonds solidaires, la finance SR se compose d'une offre relativement homogène, où les fonds ne se distinguent pas par leur fonctionnement. Il est vrai que, sur le marché de l'analyse sociale, l'Europe ne compte tout au plus qu'une poignée d'agence (Vigéo et Ethibel ont annoncé leur intention de fusionner<sup>285</sup>) aboutissant à une faible différenciation des compétences maîtrisées pour la sélection extrafinancière même si la tendance des sociétés de gestion à créer leurs propres services de notation prend corps<sup>286</sup>. Les fonds sont ainsi souvent substituables autant sur la base des informations sociales transmises à l'épargnant par les notices d'information que sur la base de leur processus de notation. La seule diversité appréhendée est une diversité lexicale pour désigner la même réalité d'un *screening* positif selon la tendance constatée sur les marchés financiers. Les fonds solidaires et de partage constituent un isolat spécifique détaché de notre objectif de recherche.

L'ADT permet de créer trois partitions dans le corpus constitué d'extraits de notices d'informations des fonds SR de droit français décrivant souvent en quelques phrases, parfois en quelques mots, le processus de sélection des valeurs sur des critères extrafinanciers, l'éthique développée par le gérant. Dans chacune, la concurrence industrielle est largement évoquée. : gestion de portefeuille, *screening* positif pour les fonds SR non caritatifs et modalités de distribution des revenus pour la finance solidaire. Plus

---

<sup>285</sup> [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr) : « Vigéo et Ethibel fusionnent : un leader européen est né », 16 juin 2005, 2 pages

<sup>286</sup> Cf. Jean-Michel Maingain, « Intégrer l'extrafinancier dans l'analyse financière », *Banque Stratégie*, juin, 2002, n° 194, p. 9-11

spécifiquement aux fonds appartenant aux classes 1 et 3, notre lecture croise une analyse par les types de concurrence, industrielle et commerciale, et une analyse par les formes de légitimités cognitive et morale développées par le noyau stratégique vers les gérants directement et les épargnants plus indirectement. Ainsi, il apparaît que les gérants modulent la teneur de leurs discours selon la tendance sur les marchés financiers, marquant leur capacité à orienter le marché de la gestion indirecte. Quand les indices d'actions affichent des performances positives (années 2000 et 2003), les sociétés de gestion développent une présentation centrée sur les multiples compétences essentielles nécessaires à la gestion d'un portefeuille sur les marchés internationaux de capitaux. A l'inverse, quand les marchés sont largement baissiers (années 2001 et 2002), la description de la gestion se focalise toute entière sur une compétence spécifique, l'analyse sociale et plus précisément le *screening* positif, dans une optique de processus interne au fonds et donc externe aux marchés financiers. Cette adaptation des discours est une illustration de ce que nous avons appelé le « biais stratégique du gérant » qui cherche à vendre ses produits financiers sur le marché de la gestion indirecte. Ainsi, même si les notices d'information sont, selon les directives de l'AMF, « à caractère technique et non commercial », leur contenu est dicté, au moins partiellement, par des objectifs commerciaux.

Cet opportunisme discursif n'est pas sans conséquence pour le noyau stratégique. D'une part, pour les fonds SR qui ont une éthique non caritative, il apparaît que la dimension financière est prédominante. A l'instar de leurs pairs gérés sur des critères traditionnels, les fonds SR évaluent donc la légitimité du dirigeant et des contrôleurs d'abord sur la forme pragmatique, c'est-à-dire la capacité de la firme à créer de la valeur pour l'actionnaire. Même pour les fonds SR, l'objectif ultime de l'entreprise demeure donc la rémunération des capitaux engagés compte-tenu du profil de risque de la firme. Ainsi, puisque la RSE et le filtrage d'inclusion sont largement inspirés par la TPP, l'ADT oriente la recherche vers un usage instrumental de la TPP au profit des créanciers résiduels. La morale, en tant qu'impératif catégorique, portée par les fonds SR se nuance quelque peu. La création de valeur partenariale et citoyenne n'est acceptable que dans la mesure où elle sert l'intérêt des créanciers résiduels. A

ce titre, Krumsiek cite une étude du cabinet Yankelovich menée auprès des épargnants américains : 80% d'entre eux n'acceptent d'envisager l'investissement dans l'ISR que si les fonds éthiques proposent des rentabilités égales à celles affichées par les fonds traditionnels<sup>287</sup>. Ce chiffre est repris par Statman dans son étude publiée en 2000<sup>288</sup>. Les sociétés de gestion intègrent cette donnée dans leur stratégie d'élaboration d'une gamme de fonds SR : à l'exception de quelques publics engagés qui investissent dans les fonds solidaires et de partage, les épargnants ne sont guère enclins à sacrifier une part de la rentabilité pour la RSE. D'autre part, il apparaît que les fonds SR sont des relais variables des efforts de légitimation morale développés par le dirigeant et les contrôleurs. Quand les marchés sont haussiers, l'accent est mis sur les légitimités pragmatiques et la capacité du gérant à capter la rémunération servie par le noyau stratégique aux propriétaires du capital. Par contre, quand les marchés sont baissiers, les gérants adoptent des discours qui valorisent une gouvernance globale qui intègre d'autres formes de légitimité, notamment cognitive et morale, alors que la légitimité pragmatique n'est plus en mesure à elle seule – temporairement du moins – de faire accepter les conditions de réalisation du projet stratégique auprès des actionnaires non contrôleurs. Ainsi, la finance SR constitue surtout une ressource pour le noyau dans un contexte de marché difficile, quand l'intérêt avec les gérants est proche : maintenir la valorisation de l'entreprise en créant un courant acheteur contracyclique pour le premier et maintenir le volume des encours gérés en vendant des parts et actions de fonds SR pour les seconds.

On ne saurait achever sans revenir à la typologie des gouvernances. La classe 3 désigne certains des partenaires parmi les plus importants. Parmi ceux-ci, les actionnaires, les fournisseurs, l'environnement naturel et la société civile sont largement évoqués. Ils semblent donc posséder une place importante dans la conception d'une gouvernance SR portée par les fonds éthiques. Une catégorie d'acteurs est relativement peu présente : les salariés n'apparaissent qu'au travers d'une forme significative et de deux segments répétés. Cette

---

<sup>287</sup> Cf. Barbara J. Krumsiek, « The Emergence of a New Era in Mutual Fund Investing : Socially Responsible Investing Comes of Age », *Journal of Investing*, vol. 6, n° 6, p. 25-30

<sup>288</sup> Cf. Meir Statman, *op. cit.*, p. 32

vision oriente ainsi la recherche vers la pratique de gouvernances globales, intégrant un grand nombre de partenaires mais déséquilibrées, hétérodoxes illustrant sans doute un principe important de l'éthique sous-jacente des fonds SR : l'équité et non l'égalité de traitement des parties prenantes associées à la réalisation du projet stratégique. Sans rejeter ainsi la pratique holistique<sup>289</sup> du gouvernement d'entreprise, et conformément à la théorie des parties prenantes, les gérants attendent du dirigeant une hiérarchisation des acteurs impliqués ou concernés par le processus productif.

---

<sup>289</sup> Cf. James P. Hawley et Andrew T. Williams, *op. cit.*, p. 20

## Conclusion partielle

L'ADT permet au chercheur de s'intéresser à des données qui, par leur format et leur nature, étaient jusqu'alors difficiles à traiter. En les intégrant dans un paradigme, dans une théorie, pour en valider ou invalider des hypothèses, la recherche lexicale devient sémantique. Notre analyse produit ainsi plusieurs résultats non sans intérêt à la conjonction de la finance, de la stratégie et de la gouvernance, pour les gérants de fonds SR désireux de se positionner sur le marché de la gestion indirecte autant que pour les dirigeants d'entreprises cotées soucieux de conformer leur gestion à de nouveaux standards éthiques en formation sur les marchés internationaux de capitaux.

Pour les premiers, l'analyse sociale des titres apparaît comme une compétence stratégique au cœur du fonctionnement des fonds SR. Cette capacité prend de plus en plus souvent la forme d'un filtrage d'inclusion supplantant le filtrage d'exclusion. Elle est différemment exprimée selon l'évolution présente sur les marchés financiers : une compétence parmi d'autres quand la bourse est bien orientée et la compétence seule évoquée, essentielle éclipsant toutes les autres, quand la bourse est orientée à la baisse. Si les fonds solidaires et de partage sont les premiers entrants, ils ne constituent plus qu'une part de plus en plus réduite des encours de la finance éthique, cantonnés à des publics militants, engagés, capables financièrement ou moralement de sacrifier une part de la performance financière pour une performance sociale ou environnementale. Pour les seconds, la sélection des valeurs mobilières sur des critères extrafinanciers est l'expression de l'influence d'une partie des actionnaires non contrôlaires sur le noyau stratégique en attirant l'attention du management sur les partenaires considérés comme essentiels à la bonne marche de l'entreprise. En effet, l'ISR développe une nouvelle attente par la recherche d'une information sur la RSE, sur les conditions de réalisation du projet stratégique, sur les pratiques de gestion et de gouvernance. Mais si les formes cognitive et morale de la légitimité sont effectivement à développer par le dirigeant et les contrôlaires de la firme cotée pour séduire cette nouvelle catégorie de financeurs, les efforts consentis ne peuvent se faire au détriment



de la légitimité pragmatique qui reste, pour les fonds SR comme pour leurs pairs gérés sur des critères traditionnels, une condition *sine qua non* de l'acceptation du pouvoir managérial dans l'entreprise. Les fonds SR demeurent donc des partenaires financiers, appartenant à la strate actionnariale : ils ne sont pas des acteurs socio-économiques ou même citoyens. Ils ne relaient les intérêts des partenaires non-actionnaires que dans la mesure où la satisfaction des attentes de ces derniers concourt à l'optimisation de la valeur actionnariale. A ce titre, ils obéissent à une logique capitalistique qui utilise la RSE comme un outil de satisfaction de leur propre fonction d'utilité. Même s'ils cherchent à encourager le développement de pratiques gouvernementales intégrant tous les partenaires importants, les valeurs partenariale et citoyenne sont des moyens et non des fins en elles-mêmes dans la poursuite de l'objectif ultime et unique de la firme marchande dans un système libéral : la création de valeur pour le créancier résiduel.

En définitive, l'offre SR est marquée par une convergence des pratiques et des préoccupations sociales et environnementales sous-jacentes aux fonds. Le mimétisme des gérants n'est donc pas une réalité uniquement dans la concurrence industrielle, au niveau des marchés financiers (gestion benchmarkée) mais également, dans la concurrence commerciale, sur le marché de la collecte d'épargne. Ceci n'est pas sans interpeller sur la portée de l'ISR : pèse-il réellement sur le comportement des entreprises ? Est-il capable d'imposer au noyau stratégique l'édification d'une gouvernance équitable, inspirée du développement durable, de la RSE ? A-il seulement la volonté de faire différemment des fonds traditionnels ? L'ISR se résumerait alors à un nouvel emballage pour des produits financiers investis sur les marchés financiers. La question peut alors trouver un début de réponse en analysant la rentabilité des fonds SR comparée à celle des fonds gérés exclusivement sur des critères financiers.

## Chapitre IV

### Validation empirique des légitimités cognitive et pragmatique

Depuis les travaux fondateurs de Harry Markowitz<sup>290</sup>, les gérants de portefeuille optimisent le couple rendement-risque, construisant des portefeuilles efficients selon les deux règles de dominance stochastique aujourd'hui bien connues afin qu'« *aucun autre [portefeuille] ne donne soit (a) une rentabilité attendue plus élevée pour la même variance ou (b) une plus faible variance pour la même performance attendue*<sup>291</sup>. » Cependant, les fonds SR investis en titres cotés sur les marchés financiers posent une innovation en introduisant des critères sociaux, sociétaux et environnementaux dans le processus de sélection de valeurs mobilières en complément des critères financiers. Or cette innovation représente assurément une difficulté pour les sociétés de gestion qui font face à la nouvelle demande des épargnants pour des véhicules de placement collectifs qui doivent être tout à la fois efficients et socialement responsables (SR). Devant ce constat, une question souvent posée est de savoir comment les gérants ont franchi la difficulté et, surtout, avec quels résultats en termes de risque et de rendement. Ainsi, pour un niveau de risque donné, les fonds SR sont-ils plus rentables, moins rentables ou font-ils jeu égal avec le marché et leurs pairs gérés selon des critères traditionnels ? Ou, d'une autre manière, l'insertion, dans le processus de sélection de valeurs entrant dans l'univers d'investissement d'un portefeuille, de critères extra-financiers, en plus des critères financiers traditionnels, génère-elle des décalages, des différences de risque, de rentabilité et, partant, de valorisation de portefeuille ? L'objectif est donc ici d'évaluer la portée d'éventuelles actions de renforcement de la légitimité pragmatique du noyau stratégique en augmentant la rémunération versée aux apporteurs de capitaux que sont les

---

<sup>290</sup> Cf. Harry Markowitz, « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, March 1952, p. 77-91

<sup>291</sup> Cf. William F. Sharpe, « A Simplified Model for Portfolio Analysis », *Management Science*, January, 1963, p. 278

actionnaires investisseurs et parmi eux, plus particulièrement, les gérants de fonds SR spécialisés dans la sélection de titres émis par les entreprises engagées dans une affirmation de leur RSE.

Pour apporter une réponse à ce questionnement, nous allons procéder en premier lieu à une revue des précédentes études à visée pragmatique. Cet état de l'art permettant de recenser les conclusions partielles ou définitives des études théoriques et empiriques sur la mise en évidence ou non d'écart de performance entre portefeuilles traditionnels et portefeuilles de titres SR. Dans un deuxième temps, nous réalisons une étude empirique. L'objectif par rapport à notre modèle est de vérifier dans quelle mesure la légitimité pragmatique s'impose dans les efforts de légitimation du pouvoir du noyau sur la firme. Sur cette base, donnant les directions à suivre et éclairant les hypothèses les plus débattues au sein de la communauté des chercheurs, nous analyserons deux séries de placements :

- La performance financière d'un fonds de fonds SR équipondérés de droit français, de capitalisation, investis, selon la classification de l'Autorité des Marchés Financiers, en actions de pays de la zone euro, à travers un indice traditionnel (DJES 50) et trois indices SR (DJESSI, DJESSI ex all et ASPI eurozone) ;
- La performance financière d'un fonds de fonds équipondérés de droit français, de capitalisation, investis, selon la classification de l'Autorité des Marchés Financiers, en actions de pays de l'Union Européenne, à travers un indice traditionnel (DJS 50) et trois indices SR (DJSSI, DJSSI ex all et FTSE4Good Europe).

# 1. La compatibilité entre pragmatisme et moralité

Dans la première partie de cette thèse, nous avons vu qu'un élément de débat portait sur la performance de l'entreprise, les uns arguant que la RSE et l'attention apportée aux partenaires sont des facteurs créateurs de valeur, notamment pour les actionnaires dans un usage instrumental de la théorie des parties prenantes, tandis que d'autres avançaient plutôt une inefficacité qui entrave l'optimisation de la valeur de la firme. Le noyau stratégique aurait ainsi, à travers la RSE, la latitude de modifier la valeur versée aux actionnaires pour assurer sa légitimité. Mais si la question est théorique, elle est également empirique. Ainsi, le développement récent des fonds SR investis sur les marchés financiers est l'objet de recherches de plus en plus nombreuses et approfondies, tentant d'apporter des éléments concrets à la réflexion générale. Aussi, le premier pas de notre étude porte sur une revue de littérature des articles, papiers, communications et publications parus aux Etats-Unis, en Europe et également en France dans le domaine de la mesure et de l'analyse de la performance des fonds investis dans des titres de capital émis par des entreprises SR. Cet état de l'art exclut les travaux menés sur la performance des fonds mutuels exposés au risque de taux, investis principalement sur les marchés obligataires et monétaires même si dans ce domaine, il existe des travaux remarquables<sup>292</sup>.

## 1. 1. Des débuts difficiles

Les premières recherches sont lancées dans les années 1970. Elles butent souvent sur des problèmes méthodologiques nombreux et complexes qui tiennent tout à la fois à la mesure, à la fiabilité et à la validité tout autant des indicateurs et des ratios utilisés qu'aux traitements statistiques menés<sup>293</sup>.

---

<sup>292</sup> Cf. Louis d'Antonio et Tommi Johnsen, « Expanding Socially Screened Portfolios : an Attribution of Bond Performance », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol. 6, n° 4, p. 79-86

<sup>293</sup> Cf. José Allouche et Patrice Laroche, « Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de littérature », *Actes du colloque du Grefige « La Responsabilité sociale des entreprises : réalité, mythe ou mystification ? »*, Nancy, 17 et 18 mars, 2005, p. 22-30

### 1. 1. 1. Problèmes méthodologiques

Compte-tenu des moyens disponibles à l'époque, la difficulté est alors double. La mesure du score social et le calcul de la performance financière ou économique de la firme constituent deux obstacles importants.

En effet, faute d'agences de notation sociale, les chercheurs doivent procéder à leur propre mesure des scores sociaux des entreprises. Beaucoup procèdent par sondage auprès d'une population d'individus interrogés sur leur perception de la réputation d'une firme. Mais les réserves sur cette méthode sont nombreuses. D'une part, les biais rendent les données approximatives. Par exemple, le biais de réputation rend difficile l'évaluation des pratiques des petites entreprises car elles sont généralement peu connues par les répondants dont le niveau d'information et d'expertise est très variable. D'autre part, les populations sondées sont souvent très différentes, entravant la comparabilité des scores et donc celle des résultats d'une étude à une autre. Ainsi, pendant que certains chercheurs interrogent les analystes et les cadres d'une industrie d'autres consultent des panels d'étudiants en gestion. Mais la recherche nécessite également de choisir un ou plusieurs indicateurs de performance puis de les calculer. La sélection de variables n'est pas, là encore, sans conséquence. Certains travaux optent pour des données comptables. Celles-ci offrent l'avantage d'être fortement inscrites dans une réalité économique et stratégique proche d'une utilisation instrumentale de la théorie des parties prenantes. Cependant, ces chiffres, produits par la firme, sont susceptibles de manipulations notamment par le dirigeant soucieux de donner à voir une bonne image de sa gestion auprès des actionnaires mais également auprès de tous les acteurs qui ont accès aux livres. Il est également nécessaire de souligner qu'il existe un nombre important d'indicateurs comptables de performance (RoE ou RoI<sup>294</sup>, RoA<sup>295</sup>...) comme de risque (levier financier<sup>296</sup>, ratios de solvabilité...) dont les méthodes de calcul sont variables, notamment dans un contexte international.

---

<sup>294</sup> Mesure de profitabilité qui rapporte le profit net d'impôts à la valeur du capital social

<sup>295</sup> Mesure de profitabilité qui rapporte le profit net d'impôts à l'actif total

<sup>296</sup> Mesure de risque qui rapporte la dette à long terme à la valeur du capital social

Aussi, plusieurs chercheurs préfèrent les données produites par les marchés financiers. Elles ont, il est vrai, plusieurs avantages. Elles sont plus anticipatrices de la capacité future de l'entreprise à créer de la valeur, surtout du point de vue de l'actionnaire. De plus, elles sont connues de tous et produites par l'interaction des acteurs en présence sur les marchés financiers. Toutefois, à l'instar des indicateurs comptables, les indicateurs financiers n'échappent pas à la critique. En effet, ils sont sujets à des distorsions de marché, notamment quand ils sont calculés sur des périodes courtes. De même, les conventions de calcul peuvent varier d'un chercheur à un autre rendant très hypothétique la comparabilité des résultats (données logarithmiques, quotidiennes, hebdomadaires, mensuelles, annuelles). Egalement, il existe une grande diversité de mesures de performance (*total share return*, espérance des rentabilités, ratios financiers...) et de risque (volatilité,  $\beta$ , *tracking error*...). Tous ces choix ne sont malheureusement pas sans conséquences sur les conclusions des travaux<sup>297</sup> et interrogent même les résultats que l'on peut tirer de l'ensemble de ces productions sur le lien entre performance et RSE<sup>298</sup>.

### 1. 1. 2. Les premières recherches

Les premières recherches sont initiées aux Etats-Unis. En 1972, dans un court article, Moskowitz présente 14 entreprises américaines qu'il estime particulièrement sensibles aux préoccupations sociales et environnementales<sup>299</sup>. Le calcul de leur performance boursière sur les six premiers mois de l'année 1972 permet de constater une surperformance par rapport à l'indice Dow Jones Industrial Average qui comprend trente valeurs équipondérées émises par les plus grandes entreprises américaines du secteur de l'industrie. Le débat est

---

<sup>297</sup> Cf. Jean Mc Guire, Alison Sundgren et Thomas Schneeweis, « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance », *Academy of Management Journal*, 1988, vol. 31, n° 4, p. 869

<sup>298</sup> Cf. Arieh A. Ullman, « Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms », *Academy of Management Review*, 1985, vol. 10, n° 3, p. 540-557

<sup>299</sup> Cf. Milton R. Moskowitz, « Choosing Socially Responsible Stocks », *Business and Society Review*, Spring, 1972, n° 1, p. 71-75

lancé : les entreprises SR sont-elles plus créatrices de valeur pour l'actionnaire que les entreprises adoptant un comportement moins engagé ?

En 1975, Vance produit une réponse où le score social de deux panels de 45 et 50 entreprises est obtenu grâce à une enquête de réputation menée auprès de 86 dirigeants et de 300 étudiants en gestion<sup>300</sup>. La comparaison avec la performance boursière des entreprises permet de constater une relation négative. Toutefois, ces deux premiers résultats contradictoires ont une portée académique relative. En effet, pour l'un comme pour l'autre, le calcul de la performance est peu fiable. La première est semestrielle et la seconde annuelle, fondée sur la seule année 1974, marquée par une forte baisse des cours boursiers. Malgré cette critique, Alexander et Buchholz procèdent, en 1978, de manière analogue<sup>301</sup>. Reliant performances mensuelles de marché et score social de 40 entreprises américaines obtenu auprès d'un panel de dirigeants et d'étudiants en gestion, les auteurs concluent à une corrélation faible. Leur interprétation penche pour une validation de la théorie de l'efficiency des marchés au sens de Fama : la RSE est une information immédiatement intégrée dans les cours qui ne peut être exploitée par un gérant pour son profit<sup>302</sup>. En 1979, Abbott et Monsen innovent en mesurant l'implication sociale d'un panel de 450 entreprises à travers l'analyse du contenu de leurs rapports annuels<sup>303</sup>. Les chercheurs concluent à l'absence de corrélation entre la création de valeur actionnariale – calculée annuellement sur la période 1964-1974 et sans ajustement au risque – et le score social : « *Etre socialement responsable n'apparaît pas accroître le retour financier des investisseurs. Il n'apparaît pas non plus que l'implication sociale soit contre-productive pour l'investisseur*<sup>304</sup>. » Leur résultat penche donc pour la neutralité des relations entre RSE et performance financière. En 1985, Aupperle, Carroll et Hatfield

---

<sup>300</sup> Cf. Stanley C. Vance, « Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks », *Management Review*, August, 1975, vol. 64, n° 8, p. 18-24

<sup>301</sup> Cf. Gordon J. Alexander et Rogene A. Buchholz, « Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance », *Academy of Management Journal*, September, 1978, vol. 21, n° 3, p. 479-486

<sup>302</sup> Cf. Eugene F. Fama, « Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, n° 2, p. 383-417

<sup>303</sup> Cf. Walter F. Abbott et Joseph R. Monsen, « On the Measurement of Corporate Social Responsibility : Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement », *Academy of Management Journal*, 1979, vol. 22, n° 3, p. 501-515

<sup>304</sup> *Idem*, p. 514

conduisent une enquête de réputation sur des entreprises américaines auprès de 241 dirigeants<sup>305</sup>. La comparaison des scores sociaux obtenus avec les ROA ajustés au risque sur un an et sur cinq ans permet de constater qu'il n'existe pas de corrélation significative. Les premières études les plus solides penchent donc pour une relation neutre entre RSE et performance.

En 1986, Grossman et Sharpe publient un article sur une thématique connexe : le refus d'acheter des actions d'entreprises américaines ayant des intérêts économiques en Afrique du Sud durant le régime de l'Apartheid a-t-il un impact sur la performance d'un portefeuille de marché<sup>306</sup> ? La réponse est affirmative sur la période 1960-1983 mais non sans nuance. En effet, si la différence de performance est favorable au portefeuille non investi dans des avoirs sud-africains, l'écart constaté cependant est entièrement attribuable au biais « *small firm* ». Ainsi, à risque égal, ce n'est pas tant l'exclusion des sociétés implantées en Afrique du Sud qui est créatrice de valeur que leur substitution par des entreprises américaines de taille plus réduite, plus rentables mais également plus risquées. Deux ans plus tard, en 1988, McGuire, Sundgren et Schneeweis cherchent à évaluer la relation entre la performance organisationnelle et la perception de la RSE par les 8 000 cadres et analystes qui scorent, pour le magazine Fortune, les dix plus grandes entreprises de leur secteur sur les huit attributs que sont la solidité financière, la valeur des investissements à long terme, l'utilisation des actifs, la qualité du management, l'innovation, la qualité des produits et services, l'utilisation des compétences spécifiques de l'entreprise, la RSE<sup>307</sup>. L'originalité de l'étude vient de sa méthodologie : elle est fondée à la fois sur des indicateurs de performance comptables (RoA, total du bilan, croissance des ventes, croissance des actifs, et croissance du résultat opérationnel) des indicateurs de performance sur les marchés financiers ( $\alpha$  et performance totale), sur des indicateurs de risque comptables (ratio dette sur actifs, levier opérationnel, volatilité des revenus opérationnels) et financiers ( $\beta$  et volatilité). Peu tranchée, la conclusion penche

---

<sup>305</sup> Cf. Kenneth E. Aupperle, Archie B. Carroll et John D. Hatfield, « An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability », *Academy of Management Journal*, 1985, vol. 28, n° 2, p. 446-463

<sup>306</sup> Cf. Blake R. Grossman et William F. Sharpe, « Financial Implications of South African Investment », *Financial Analysts Journal*, July-August, 1986, p. 15-29

<sup>307</sup> Cf. Jean Mc Guire, Alison Sundgren et Thomas Schneeweis, *op. cit.*



plutôt pour une relation positive entre performance et RSE. En effet, certaines corrélations entre indicateurs de performance et RSE sont significatives. Les mesures de risque sont quant à elles plus largement corrélées négativement. La CSR semble constituer un facteur de diminution du risque de la firme. Par contre, les régressions linéaires menées pour les périodes 1982-1984 et 1983-1985 peinent à déterminer des liens nets et directs<sup>308</sup>. Il semble toutefois que les indicateurs de risque et de performance de nature comptable possèdent un pouvoir explicatif plus important que ceux de nature financière, relevés sur les marchés internationaux de capitaux.

Enfin, en 1990, Preston et Sapienza cherchent à élaborer une validation empirique directe de la théorie des parties prenantes<sup>309</sup>. En reprenant le score du magazine Fortune de 108 entreprises américaines regroupées dans quatre secteurs d'activité (industrie de base, produits industriels, biens de consommation et services) pour la période 1982-1986, ils identifient les intérêts de quatre partenaires qu'ils relient à la performance des entreprises mesurée par le rendement total sur 10 ans. Les résultats sont relativement mitigés. S'il semble que les actionnaires, les salariés, les clients et les communautés gagnent ensemble et non les uns contre les autres, il paraît par contre difficile de valider sans réserve le paradigme partenarial qui établit un lien entre attention dévolue aux parties prenantes par le noyau stratégique et performance, la première nourrissant la seconde, dans une optique utile au dirigeants, et aux actionnaires, qu'ils soient contrôlares ou minoritaires.

## 1. 2. Les années 1990

Peu à peu, le développement de l'ISR entraîne celui d'agences spécialisées dans la notation sociale des entreprises cotées. Ceci a permis aux chercheurs de s'affranchir de l'obligation de mesurer eux-mêmes le score social des entreprises avant d'étudier la relation avec la performance.

---

<sup>308</sup> Cf. José Allouche et Patrice Laroche, *op. cit.*, p. 12

<sup>309</sup> Cf. Lee E. Preston et Harry J. Sapienza, « Stakeholder Management and Corporate Performance », *Journal of Behavioral Economics*, Winter, 1990, vol. 19, n° 4, p. 361-375

En 1993, Hamilton, Jo et Statman élaborent une étude portant non pas sur un portefeuille diversifié de titres SR mais sur des fonds éthiques dont le nombre croît sans cesse et présentant des historiques de valeurs suffisamment importants pour mener une analyse statistique satisfaisant aux exigences académiques courantes<sup>310</sup>. 32 fonds mutuels SR sont ainsi comparés d'une part, à la performance globale des sociétés cotées sur le NYSE et, d'autre part, à la rentabilité d'un ensemble de fonds gérés selon des méthodes traditionnelles. Dans les deux cas, la recherche, fondée sur l' $\alpha$  de Jensen<sup>311</sup>, rapporte que les fonds éthiques ne présentent pas d'écarts statistiquement significatifs : « *nos résultats indiquent que le marché ne valorise pas les caractéristiques de responsabilité sociale. Les investisseurs peuvent s'attendre à ne rien perdre en investissant dans des fonds socialement responsables, les facteurs de responsabilité sociale n'ont pas d'effet sur la performance attendue ou le coût du capital des entreprises*<sup>312</sup> ». La RSE semble donc être un facteur neutre sur la performance. Mais le débat s'exporte également hors des Etats-Unis. Ainsi, en 1995, Mallin, Saadouni et Briston utilisent les ratios de Sharpe<sup>313</sup> et de Treynor<sup>314</sup> et l' $\alpha$  de Jensen sur la période 1986-1993 pour analyser la performance des fonds éthiques britanniques par rapport à l'indice Financial Times All Shares et à un ensemble de fonds mutuels<sup>315</sup>. La démarche de recherche est originale car elle procède à un contrôle de deux nouvelles variables : la taille et l'âge des fonds. Une rentabilité en excès des fonds SR par rapport aux fonds traditionnels est détectée : l'implication sociale des entreprises semble donc créatrice de valeur pour l'actionnaire. Toutefois, il n'en va pas de même pour le rendement comparé à un indice purement financier : à l'instar des fonds gérés uniquement sur des critères financiers, les

<sup>310</sup> Cf. Sally Hamilton, Hoje Jo et Meir Statman, « Doing Well While Doing Good ? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, November-December, 1993, p. 62-66

<sup>311</sup> Mesure de la performance financière par l'écart entre la rentabilité constatée et la rentabilité attendue définie par le modèle d'équilibre des actifs financiers. Cet indicateur est présenté dans notre étude.

<sup>312</sup> Cf. Sally Hamilton, Hoje Jo et Meir Statman, *op. cit.*, p. 66

<sup>313</sup> Ratio de performance financière qui rapporte l'espérance de rentabilité en excès du taux sans risque au risque total mesuré par la volatilité. Cet indicateur est présenté dans notre étude.

<sup>314</sup> Ratio de performance financière qui rapporte l'espérance de rentabilité en excès du taux sans risque au risque systématique mesuré par l'exposition du titre au risque de marché. Cet indicateur est présenté dans notre étude.

<sup>315</sup> Cf. C. A. Mallin, B. Saadouni et R. J. Briston, « The Financial Performance of Ethical Investment Funds », *Journal of Business Finance & Accounting*, June, 1995, vol. 22, n° 4, p. 483-496

fonds éthiques sous-performent l'indice de marché. Deux ans plus tard, en 1997, Guerard revient à l'étude des entreprises<sup>316</sup>. Rapprochant, sur la période 1987-1994, la performance de 950 sociétés américaines SR à celle d'un panel de 1300 entreprises, un modèle fondamentaliste multifactoriel intégrant des données de nature comptable et économique produit par la société Barra<sup>317</sup> ne permet pas de détecter de différence significative. Une nouvelle fois, il est avancé que la RSE semble être un facteur neutre sur la performance économique de l'entreprise.

Répondant au développement du nombre de fonds SR et de leur encours, des sociétés d'information financière commencent à éditer des indices spécifiquement construits pour servir de référence aux gérants. Ainsi, en 1997, Sauer compare le ratio de Sharpe et l' $\alpha$  de Jensen d'un fonds SR et de l'indice SR Domini Social Index 400, qui comprend 400 des 500 entreprises américaines de l'indice S&P 500, à ceux d'indices traditionnels. Il conclut à l'absence de différence significative pour la période 1986-1994 : « *L'apport empirique présenté dans ce papier indique clairement que les investisseurs peuvent choisir les investissements socialement responsables qui sont cohérents avec leur système de valeur et croyances sans être forcés de sacrifier la performance* »<sup>318</sup>. La même année, Gregory, Matatko et Luther proposent une amélioration de la méthodologie de Mallin *et al.* en ajoutant des variables de contrôle sur la taille des entreprises en portefeuille et sur celle des fonds étudiés<sup>319</sup>. Les résultats des modèles multifactoriels utilisés sont riches et assez largement confirmatoires des travaux précédents. Tous les fonds sous-performent le marché. De même, ils affichent entre eux des performances non significativement différentes. De plus, de la même manière que Grossman et Sharpe, un biais « *small firm* » est détecté appelant à une vigilance particulière

---

<sup>316</sup> Cf. John B. Guerard, « Is there a Cost to Being Socially Responsible in Investing », *Journal of Investing*, Summer, 1997, vol. 6, n° 2, p. 11-18

<sup>317</sup> Cf. [www.barra.com/products](http://www.barra.com/products)

<sup>318</sup> Cf. David A. Sauer, « The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance : Evidence from the Domini Social Index and Domini Equity Mutual Fund », *Review of Financial Economics*, Summer, 1997, vol. 6, n° 2, p. 137-149

<sup>319</sup> Cf. Alan Gregory, John Matatko et Robert Luther, « Ethical Unit Trust Financial Performance : Small Company Effects and Fund Size Effects », *Journal of Business Finance & Accounting*, June, 1997, vol. 24, n° 5, p. 705-725

sur l'indice de référence utilisé – remarque qui fait écho à la critique de Roll<sup>320</sup> sur la difficulté à appréhender la tendance de marché dans sa globalité.

Dans la seconde moitié des années 1990, le rythme des études s'accélère peu à peu, accompagnant le développement de l'ISR porté par la hausse des marchés financiers. En 1998, Reyes et Grieb ne constatent sur une période de neuf ans aucun écart de rentabilité ajustée au risque des fonds SR américains par rapport à leurs pairs gérés sans *screening*<sup>321</sup>. L'année suivante, Hickman, Teets et Kohls obtiennent des résultats similaires avec un corpus réduit. Les six fonds testés ne surperforment ni les fonds traditionnels ni le S&P 500 pour un même niveau de risque<sup>322</sup>. Dans le même temps, Goldreyer, Ahmed et Diltz testent un panel plus important de fonds SR répartis dans neuf groupes différents, par stratégie, par taille, par exposition au risque de marché et par type de *screening*<sup>323</sup>. Les résultats donnés par les ratios de Sharpe et de Treynor et l' $\alpha$  de Jensen ne permettent pas de mettre en évidence d'écarts significatifs de performance par rapport aux fonds et indices traditionnels. En 2000, Statman procède à une analyse croisée comparant indices et fonds traditionnels, indices et fonds SR<sup>324</sup> à l'aide de l' $\alpha$  de Jensen et d'un ratio de Sharpe modifié par ses soins dans une étude antérieure<sup>325</sup>. Les résultats sont nombreux. D'une part, la performance ajustée au risque des fonds et indices SR n'est pas significativement différente de celle des fonds et indices traditionnels conformément aux travaux empiriques sur la valeur nulle des gérants inscrits dans la théorie de l'efficience. Un gérant ne peut surperformer significativement et durablement le marché dans la mesure où toute l'information publique disponible est immédiatement intégrée dans les cours. D'autre part, la performance des fonds, quel que soit leur processus de sélection de titres, est significativement inférieure à celle des indices de marché, traditionnels comme SR. La même année, d'Antonio, Johnsen et

---

<sup>320</sup> Cf. Richard Roll, « A Critique of the Asset Pricing Theory's Test – Part I: On Past and Potential Testability of the Theory », *Journal of Financial Economics*, 1977, vol. 4, p. 129-176

<sup>321</sup> Cf. Mario G. Reyes et Terrance Grieb, *op. cit.*, p. 1-7

<sup>322</sup> Cf. Kent A. Hickman, Walter R. Teets et John J. Kohls, « Social Investing and Modern Portfolio Theory », *American Business Review*, January, 1999, vol. 17, n° 1, p. 72-78

<sup>323</sup> Cf. Elizabeth F. Goldreyer *et al.*, *op. cit.*, p. 23-36

<sup>324</sup> Cf. Meir Statman, *op. cit.*, p. 30-39

<sup>325</sup> Cf. Meir Statman, « How Many Stocks Make a Diversified Portfolio ? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, 1987, vol. 22, n° 3, p. 353-363

Hulton rapprochent, à l'aide de la frontière efficiente, deux portefeuilles. Le premier est construit à partir de deux indices d'actions et d'obligations SR tandis que le second est bâti à partir de deux indices de titres traditionnels de capital et de créances<sup>326</sup>. Il apparaît que le premier portefeuille surperforme le second. En 2003, Edwards et Samant concluent, sur des données trimestrielles étalées de 1991 à 2000, à l'absence de différence significative entre les performances ajustées au risque des fonds éthiques américains et celles de l'indice S&P 500<sup>327</sup>. Il est vrai que leur étude souffre du « biais du survivant » : l'exclusion du corpus de recherche des fonds n'ayant pas survécu sur toute la durée d'analyse amène à surestimer la performance du panel<sup>328</sup>.

### 1. 3. Les recherches en Europe continentale

Les recherches sont surtout anglo-saxonnes mais des études sont progressivement publiées en Europe continentale, et dans différents pays, en France et aux Pays-Bas, à mesure que l'ISR se développe sur les marchés internationaux de capitaux.

En 2002, Bauer, Koedijk et Otten proposent un article mobilisant le modèle à quatre facteurs de Carhart<sup>329</sup>, qui est une extension du modèle à trois facteurs de Fama et French<sup>330</sup>. Les auteurs intègrent un « facteur de momentum » qui permet d'évaluer la persistance de la rentabilité<sup>331</sup>. Ils comparent ainsi des panels de fonds éthiques américains, britanniques et allemands à des fonds et indices traditionnels et SR sur plusieurs périodes distinctes entre 1990 et 2001. De manière générale, la performance ajustée au

---

<sup>326</sup> Cf. Louis d'Antonio *et al.*, *op. cit.*, p. 65-72

<sup>327</sup> Cf. Ed Edwards et Ajay Samant, « Investing with a Conscience : An Evaluation of the Risk-Adjusted Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Mid-American Journal of Business*, Spring, 2003, p. 51-60

<sup>328</sup> Cf. Stephen J. Brown, William N. Goetzmann et Stephen A. Ross, « Survival », *Journal of Finance*, July, 1995, vol. 50, n° 3, p. 853-873

<sup>329</sup> Cf. Mark M. Carhart, « On Persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, March, 1997, vol. 52, n° 1, p. 57-82

<sup>330</sup> Cf. Eugene F. Fama et Kenneth R. French, « Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns », *Journal of Finance*, March, 1998, vol. 50, n° 1, p. 131-155

<sup>331</sup> Cf. Rob Bauer, Kees Koedijk et Rogér Otten, « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style », *CEPR Discussion Paper*, March, 2001, n° 3452, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

risque des fonds et indices SR n'est pas significativement différente de celle, respectivement, des fonds et indices traditionnels. Pour expliquer la sous-performance de certains portefeuilles par rapport au marché, notamment les plus récents, les auteurs avancent qu'il existe un effet d'apprentissage progressivement résorbé à mesure que le gérant s'aguerrit dans sa nouvelle tâche de conciliation d'une performance financière avec la contrainte sociale et environnementale. Egalement, bien que les indices traditionnels expliquent mieux la performance des fonds SR que les indices SR, il apparaît que le style d'investissement des fonds SR est différent de celui des fonds traditionnels. Les fonds allemands et anglais supportent ainsi un risque de marché moindre, à l'inverse des fonds américains plus exposés. Ils sont également plus investis sur les petites capitalisations – retrouvant par-là le biais « *small firm* » déjà cité. Tous, par contre, sont plutôt orientés « croissance », ce qui n'est sans doute pas sans lien avec le biais technologique : les gérants surpondèrent leur portefeuille en valeurs des secteurs télécoms et médias. L'année suivante, en 2003, Le Maux et le Saout procèdent à l'analyse comparée d'une série d'indices éthiques et traditionnels mondiaux, américains, britanniques et européens<sup>332</sup>. Leurs travaux penchent pour l'absence de différence significative en terme de rentabilité ajustée au risque, calculée par les ratios de Sharpe et de Treynor et l' $\alpha$  de Jensen, à l'exception du FTSE4Good UK 50. En 2004, Burlacu, Girerd-Potin et Dupré franchissent l'Atlantique<sup>333</sup>. Sur des données mensuelles et un échantillon non exempt du biais du survivant, les auteurs comparent la performance de 61 fonds SR américains à deux indices traditionnels, deux indices SR et un panel de 1 940 fonds gérés uniquement sur des critères financiers. La différence de rentabilité entre les deux types de fonds s'avère faible. Par contre, il est de nouveau mis en évidence que les fonds SR sont moins performants que les indices de même nature.

Pour ce qui concerne spécifiquement le contexte français, la recherche paraît particulièrement pauvre. Il est vrai que la jeunesse relative du marché

---

<sup>332</sup> Cf. Julien Le Maux et Erwan Le Saout, « La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? », *Actes de la 1ère Journée de l'Atelier Développement Durable*, Angers, AIMS, 15 mai 2003, 24 pages

<sup>333</sup> Cf. Radu Burlacu, Isabelle Girerd-Potin et Denis Dupré, « Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains », *Banque et Marchés*, n° 69, mars, 2004, p. 20-28

hexagonal est peu propice à une étude quantitative qui nécessite de disposer d'historiques de valeurs conséquents. En 2002, Dupré, Girerd-Potin et Kassoua présentent un article portant sur 173 firmes européennes SR, dont quelques françaises<sup>334</sup>. Malgré les années fastes 1999 et 2000 où les indices SR battent les indices traditionnels grâce à une surpondération des sociétés de la Nouvelle Economie, définissant un « biais technologique », le résultat penche pour une sous-performance du portefeuille SR par rapport aux indices de marché : « *Il apparaît que le coût financier du screening n'est pas négligeable. On ne peut pas dire que la sélection de titres excluant les titres mal notés [socialement] n'a pas de coût financier (contrairement au discours ambiant) [...] Il ne faut pas que les investisseurs se trompent : on ne peut durablement gagner plus en étant social.* » Ce résultat tranche donc avec l'orientation générale de la littérature qui établit plutôt un effet positif ou nul de la RSE sur la création de valeur pour l'actionnaire. En 2003, dans une rare étude spécifiquement dédiée aux fonds SR présents sur le marché français de la gestion indirecte, Serret examine la performance de 72 fonds SR<sup>335</sup>. Ceux-ci n'affichent pas une différence de performance significative par rapport aux indices SBF 250 et Second Marché et l'indice mondial MSCI World Index, s'inscrivant là dans une certaine convergence de résultats.

#### 1. 4. Synthèse sur la littérature pragmatique

La recherche est abondante sur le lien entre création de valeur par l'organisation et sa RSE. Aussi, il apparaît nécessaire de prendre un peu de recul pour mieux appréhender la diversité des travaux et des conclusions.

Plusieurs revues de littérature circulent mais il nous faut nous arrêter d'abord à celle qui fait référence dans le domaine par son extrême exhaustivité. En effet, dans un article de 2003, Margolis et Walsh signent une méta-analyse

---

<sup>334</sup> Cf. Denis Dupré, Isabelle Girerd-Potin et Raghid Kassoua, *op. cit.*, p. 89-97

<sup>335</sup> Cf. Vanessa Serret, « L'investissement éthique est-il rentable ? », *Actes de la 1<sup>ère</sup> Journée de l'Atelier Développement Durable*, Angers, AIMS, 15 mai 2003, 14 pages

remarquable de la recherche sur le sujet<sup>336</sup>. Sur 127 études citées, 109 tentent d'expliquer la performance financière par le niveau de RSE. Parmi celles-ci, 54 mettent en évidence une relation positive, sept décèlent une relation négative, 28 un lien non significatif et 20 autres une relation mitigée. 22 considèrent également une relation causale inverse où la performance financière explique la RSE. Seize d'entre elles détectent un lien positif.

Pour notre part, nous nous concentrons spécifiquement sur les entreprises, fonds et indices SR dans l'optique des marchés financiers. Ainsi, quelques redondances apparaissent mais il est un fait que les méthodologies et modèles utilisés (coefficient de corrélation, frontière efficiente, ratios de performance, modèles mono et multifactoriels...), sur différents pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne...), sur différents supports (actions, fonds, indices), sur des périodes d'analyse plus ou moins longues, sont variés et autorisent à croire que la communauté scientifique commence à disposer d'éléments solides de connaissance. Ce vaste état de l'art permet également de regrouper ces travaux et leurs apports en fonction des hypothèses faites sur la performance ajustée au risque :

- H1 : la performance ajustée au risque des sociétés SR est significativement différente de celle des entreprises traditionnelles ;
  - H1a : la performance ajustée au risque, calculée par des indicateurs comptables, des sociétés SR est significativement différente de celle des entreprises traditionnelles ;
  - H1b : la performance ajustée au risque, calculée par des indicateurs financiers, des sociétés SR est significativement différente de celle des entreprises traditionnelles ;
- H2 : la performance ajustée au risque des fonds SR est significativement différente de celle des fonds traditionnels ;
- H3 : la performance ajustée au risque des indices SR est significativement différente de celle des indices traditionnels ;

---

<sup>336</sup> Cf. Joshua D. Margolis et James P. Walsh, « Misery Loves Companies : Rethinking Social Initiatives by Business », *Administrative Science Quarterly*, June, 2003, vol ; 48, n° 2, p. 268-305



- H4 : la performance ajustée au risque des fonds SR est significativement différente de celle des indices traditionnels ;
- H5 : la performance ajustée au risque des fonds SR est significativement différente de celle des indices SR ;
- H6 : la performance ajustée au risque des fonds traditionnels est significativement différente de celle des indices traditionnels ;
- H7 : la performance ajustée au risque des sociétés SR est significativement différente de celle des indices traditionnels

**Tableau 4-1 : Tableau récapitulatif des hypothèses de performance**

	Actions SR	Fonds SR	Indices trad.	Indices SR
Actions trad.	H1a/b			
Fonds trad.		H2	H6	
Indices trad.	H7	H4		H3
Indices SR		H5		

Globalement, les résultats de notre revue de littérature s'avèrent plus ou moins catégoriques. En ce qui concerne H1a et H1b, les résultats sont très contrastés. H1a est rejetée une fois tandis que H1b est validée deux fois et rejetée une fois. Deux études qui testent séparément ou simultanément, dans un modèle multifactoriel notamment, H1a et H1b obtiennent des résultats exactement inverses. Pour les hypothèses H2 et H3, les résultats sont par contre convergents. Sur neuf études testant H2, huit la rejettent et une la valide. Pour H3, quatre recherches concluent à l'absence de différence de performance alors qu'une seule oppose un résultat inverse, partiel toutefois puisque la surperformance détectée ne concerne qu'un seul indice SR. Les trois hypothèses suivantes sont liées. Ainsi, sur les neuf travaux recensés traitant H4, six la rejettent et trois la valident, ces derniers relevant tous une sous-performance des fonds éthiques par rapport aux indices traditionnels. Trois articles valident H5 en pointant une moindre rentabilité des fonds SR par rapport aux indices de même nature. Enfin, les trois recherches concernant H6 relativisent la portée des résultats concernant H4 et H5. En effet, toutes concluent à une sous-performance des fonds gérés sur des critères uniquement

financiers par rapport aux indices traditionnels. Il semble donc que, conformément à la théorie de l'efficience des marchés financiers qui avance que les gérants sont incapables de surperformer le marché, les fonds traditionnels comme SR ont des résultats en retrait ou, dans le meilleur des cas, en ligne avec les indices. Ceci tient compte du fait que les sociétés de gestion d'actifs, à la différence des indices de référence, ont des frais de gestion qui obèrent la performance de leurs fonds. Enfin, pour H7, trois études concluent à autant de résultats différents : une validation avec une surperformance, une validation avec une sous-performance et un rejet. Ainsi, globalement, les fonds ne peuvent surperformer la concurrence car tous les acteurs sur les marchés financiers ont le même niveau d'information dans un contexte d'efficience des marchés (H2). Il en est de même pour les indices entre eux (H3). Il en découle que les gérants de fonds mutuels SR ne peuvent surperformer le marché (H4). Du fait des frais de gestion, les fonds SR sont régulièrement battus par les indices SR (H5), trait qui caractérise de manière identique le comportement des fonds traditionnels par rapport au indices de même nature (H6).

Le tableau suivant reprend les résultats des études citées dans notre état de l'art.

**Tableau 4-2 : Recherches empiriques sur la performance financière des actions, indices et fonds SR**

Auteurs	Données	Corpus	Indice	Période	Méthodes	Hypothèses
Moskowitz (1972)	6 mois	14 actions US	DJIA	1973	Perf actions SR/DJIA	H7 : validation (données brutes)
Vance (1975)	An	45/50 actions US		1974	$\rho$ TSR / score social	H1b : validation (<) (données brutes)
Alexander et Buchholz (1978)	Mois	40 actions US	S&P 500	1970-74 1971-73	$\rho$ Jensen, TSR / score social	H7 : rejet
Abbott et Monsen (1979)	An	450 actions US		1964-1974	$\rho$ TSR / score social	H1b : rejet (données brutes)

Auteurs	Données	Corpus	Indice	Période	Méthodes	Hypothèses
Aupperle <i>et al.</i> (1985)	An	241 actions US		1 an 5 ans	$\rho$ ROA ajusté / score social	H1a : rejet
Grossman & Sharpe (1986)	Mois	Actions US non investies en RSA	S&P 500, Nyse	1960-83	Frontière efficiente	H7 : validation (>) Biais « small firm »
McGuire <i>et al.</i> (1988)	An	98 et 131 actions US		1982-84 1983-85	$\rho$ TSR, ROA / score social, $\beta$	H1a/b : validation (>)
Preston et Sapienza (1990)	An	108 actions US		1982-86	$\rho$ ROR 10 ans / score social	H1b : validation (>)
Hamilton <i>et al.</i> (1993)	Mois	32 FSR US	Nyse, 170 fonds, 150 fonds	1981-90	Jensen	H2 : rejet H4 : rejet
Mallin <i>et al.</i> (1995)	Mois	29 FSR UK 29 fonds	29 fonds, FTAS	1986-93	Jensen, Treynor, Sharpe	H2 : validation (>) H4 : validation (<) H6 : validation (<)
Guerard (1997)	Mois	950 actions US SR	1300 actions US	1987-94	Modèle BARRA	H1a/b : rejet
Sauer (1997)	Mois	D400SI 1 FSR US	S&P500, CRSP, VI500, VEM MF	1986-94 1986-90 1990-94	Moyenne, variance, Jensen, Sharpe	H3 : rejet H4 : rejet
Gregory <i>et al.</i> (1997)	15 jours Mois	18 FSR UK, 16 FSR UK, 13 FSR UK	18 fonds, HGSCI, FTAS, 108 fonds, 74 fonds	1986-94 42/48 mois 1986-91	CAPM étendu, modèle multivarié	H2 : rejet H4 : validation (<) H6 : validation (<) Biais « small firm »
Reyes et Grieb (1998)	Mois	15 FSR US	4 groupes de fonds	1986-95	Test cointégration, test Jobson-Korkie, Sharpe	H2 : rejet
Hickman <i>et al.</i> (1999)	Mois	6 FSR US	S&P500, 200 fonds	1991-95 1991-93 1993-95	Turnover, $\rho$ , frontière efficiente, complémentarité bilatérale	H2 : rejet (sauf 1 FSR) H4 : rejet

Auteurs	Données	Corpus	Indice	Période	Méthodes	Hypothèses
Goldreyer <i>et al.</i> (1999)	Mois	49 FSR US (9 groupes)	9 x 20 fonds, W5000EI, LCGBI, LBFI	1981-97 1994-97	Jensen, Sharpe, Treynor	H2 : rejet H4 : rejet
Statman (2000)	Mois	DSI, 31 FSR US, 62 fonds	S&P500, 62 fonds, DSI	1990-98	$\beta$ , Variance, Jensen, eSDAR	H2 : rejet H3 : rejet H4 : validation (<) H5 : validation (<) H6 : validation (<)
D'Antonio <i>et al.</i> (2000)	Mois	DSI, (SRI BI <sup>337</sup> )	S&P500, (LCGBI)	1990-96	Frontière efficente	H3 : validation (>)
Dupré <i>et al.</i> (2002)	Mois	173 actions européennes SR	DJES, DJES sectoriels	1999-01	Frontière efficente	H7 : validation (<)
Bauer <i>et al.</i> (2002)	Mois	16 FSR All, 32 FSR UK, 55 FSR US	4384 fonds, MSCI WI, FTAS, S&P500, DSI, EIRIS, DJSGI	1990-01 1990-93 1994-97 1998-01	Modèle Carhart, Jensen	H2 : rejet H3 : rejet H5 : validation (<)
Edwards et Samant (2003)	Trimestre	23 FSR US, 10 FSR US	S&P500	1996-00 1991-00	Moyenne, variance, Sharpe, Treynor, Jensen, Modèle M <sup>2</sup>	H4 : rejet
Le Maux et Le Saout (2003)	Jour	FTSE4Good Global100, US100, UK50, Europe 50, DJSI WC	MSCI WI, S&P500, FTSE100, DJES50, MSCI WI	1997-02 1997-00 2000-02	Jensen, Sharpe, Treynor	H3 : rejet (sauf Ftse4Good UK50)
Serret (2003)	Mois	51 FSR FR	SBF 250, Second Marché, MSCI WI	1990-02	Moyenne, Sharpe, test Spearman	H4 : rejet

<sup>337</sup> SRI BI et LGCBI sont des indices d'obligations SR et non d'actions

Auteurs	Données	Corpus	Indice	Période	Méthodes	Hypothèses
Burlacu <i>et al.</i> (2004)	Mois	61 FSR US	1940 fonds, S&P 500, CRSP, VWMI, Ftse4good US, DJSIW	1998-03	Moyenne, Sharpe, Modigliani, Jensen, <i>market timing</i>	H2 : rejet H5 : validation (<)

Dans ce cadre, notre étude présente une mesure de la performance des indices et OPCVM SR. Sur la base de données journalières, nous allons procéder à une analyse de la performance des fonds et indices SR. Ces travaux permettront de valider ou, au contraire de rejeter trois des hypothèses aujourd'hui les plus débattues : H3, H4 et H5. Notre apport est triple :

- Le systématisme des ratios et indicateurs utilisés dans une optique de marché (tests sur la moyenne et la variance, construction de la frontière efficiente et de la droite de marché, mesure des ratios de Sharpe, de Treynor et d'information et de l' $\alpha$  de Jensen) ;
- Ce systématisme veut contribuer à combler le retard de la recherche dans le contexte français puisque peu d'études à ce jour lui ont été spécifiquement consacrées. Cette analyse se veut donc la plus complète possible. Elle a pour objet de positionner le marché des fonds SR de droit français par rapport à l'abondante littérature consacrée aux fonds SR anglo-saxons ;
- La création d'une nouvelle hypothèse de travail que nous dénommons H8 : la performance ajustée au risque des indices SR utilisant des critères d'exclusion est significativement différente de celle des produits SR utilisant le screening positif.

## 1. 5. Exercice des légitimités cognitive et pragmatique

Fondée sur un modèle de construction d'un consensus entre les partenaires, cette étude s'inscrit dans un double paradigme. Elle cherche à tester l'hypothèse d'efficience des marchés au sens semi-fort : toutes les

informations publiques sont contenues dans les cotations, même si autant de recherches empiriques l'ont confirmé qu'infirmer<sup>338</sup>. Au niveau des partenaires financiers, actionnaires et créanciers obligataires présents sur les marchés internationaux de capitaux, le management de l'entreprise cotée cherche à assurer la compréhension de son projet stratégique, des conditions de sa mise en œuvre afin d'obtenir une valorisation efficiente de son capital, compte-tenu du risque attaché. L'émission de nouvelles informations sur la définition et les conditions de réalisation du projet économique, dans la conception d'une responsabilité élargie de la firme, renvoie alors à la légitimité cognitive du noyau stratégique. La question est donc : la notation sociale, de nature « socio-politique<sup>339</sup> », des entreprises constitue-t-elle un nouveau type d'information publique – bien qu'à ce jour payante pour l'investisseur à la différence de la notation financière ? L'enjeu de la recherche est alors de découvrir si, oui ou non et dans quelle mesure, cette donnée constitue un élément d'information supplémentaire permettant aux gérants exposés au risque d'actions de détecter les valeurs sous-évaluées et de vendre celles qui sont sur-évaluées afin de surperformer le marché ? Par-là même, l'analyse de la performance des fonds et indices SR constitue un « test indirect<sup>340</sup> » de l'efficacité des marchés. Ainsi, la détection d'une éventuelle surperformance des OPCVM éthiques et indices de même nature par rapport au marché représenté par un indice traditionnel amènera à conclure que les marchés de la zone euro et européens ne sont pas efficaces au sens semi-fort, les cours n'intégrant pas toute l'information publique en situant ce résultat dans notre modèle de gouvernance. La notation sociale constituerait dans ce cas un facteur de création de valeur pour l'investisseur. Elle serait également un vecteur de signalisation des efforts du noyau pour se distinguer sur les marchés par sa bonne gouvernance. A l'inverse, de la mise en évidence d'une sous-performance, sur les marchés d'actions, des fonds et stratégies indicelles SR se déduira une preuve – partielle dans la limite de la portée du panel étudié – de l'efficacité semi-forte des marchés : toute l'information publique est déjà

---

<sup>338</sup> Cf. Mondher Bellalah, *Gestion de portefeuille, analyse quantitative de la rentabilité et du risque*, éditions Pearson Education, Paris, 2004, p. 107-108

<sup>339</sup> Cf. Elizabeth F. Goldreyer *et al.*, *op. cit.*, p. 23-24

<sup>340</sup> Cf. François Boutin-Dufresne et Patrick Savaria, « Corporate Social Responsibility and Financial Risk », *Journal of Investing*, Spring, 2004, vol. 13, n° 1, p. 58

incluse dans les cours, la notation sociale ne constituant pas un élément informatif marginal financièrement pertinent. Enfin, l'absence de différence significative entre placements SR et marché amènera à conclure à l'efficacité des marchés sous sa forme semi-forte et donc à supposer l'innocuité de la notation sociale sur la performance des gérants.

D'autre part, cette étude s'inscrit également dans le paradigme de la légitimité du noyau stratégique. La RSE est la marque d'une attention renouvelée du noyau stratégique à l'égard des partenaires concernés ou impliqués par l'activité de la firme. L'objectif est de renforcer les formes d'acceptation du pouvoir du dirigeant et des contrôleurs notamment auprès des actionnaires investisseurs. Un effort peut porter sur la légitimité pragmatique, c'est-à-dire la rémunération versée aux apporteurs de capitaux. La détection d'une éventuelle surperformance des fonds et indices SR par rapport aux placements traditionnels signifierait donc que la RSE est une stratégie qui porte notamment sur une accentuation de la création de valeur actionnariale. A l'inverse, en cas de sous-performance ou d'absence de différence significative par rapport aux fonds et indices gérés uniquement sur des critères financiers, on pourra déduire que la RSE n'est pas une stratégie de légitimation dotée d'une dimension pragmatique auprès des investisseurs qui sont également des clients, des fournisseurs, des citoyens, des salariés.

## 2. Analyse empirique des portefeuilles et des indices

Avant de procéder à une analyse de la performance des fonds SR français, nous devons présenter les données brutes que nous allons traiter ainsi que les indicateurs statistiques et les modèles financiers mobilisés. Les valeurs liquidatives et cotations utilisées dans cette étude sont extraites de la base de données Fininfo<sup>341</sup>. Les traitements statistiques sont effectués sous le logiciel SPSS 12. Les séries analysées de rentabilités quotidiennes sont constituées de deux portefeuilles d'OPCVM SR de droit français, de six indices représentatifs de l'évolution des actions émises par des entreprises SR et de deux indices traditionnels composés de titres de capital sélectionnés uniquement sur des critères financiers.

### 2. 1. Présentation des deux portefeuilles

Nous avons constitué une base de données recensant les OPCVM et compartiments d'OPCVM SR, présents sur le marché français. De ces 137 fonds, nous en extrayons deux types :

- 20 fonds de capitalisation, de droit français, investis en actions des pays de la zone euro ;
- 16 fonds de capitalisation, de droit français, investis en actions des pays de l'Union Européenne.

Pour travailler sur les données les plus fines possibles, nous excluons les SICAV et FCP qui ne présentent qu'une valeur liquidative hebdomadaire pour ne conserver que ceux valorisés quotidiennement. Egalement, ne disposant que de trois historiques d'OPCVM investis en actions françaises, nous renonçons à en analyser la performance, faute d'être en mesure d'en assurer la robustesse statistique. Deux portefeuilles peuvent donc être constitués pour faire l'objet d'une série de tests statistiques et financiers :

---

<sup>341</sup> [www.fininfo.com](http://www.fininfo.com)



- Le premier est un « Portefeuille euro » (noté « Ptf euro ») constitué de 14 OPCVM de capitalisation, SR, de droit français et de classe « actions des pays de la zone euro » ;
- Le second est un « Portefeuille Europe » (noté « Ptf europe ») constitué de 14 OPCVM de capitalisation, SR, de droit français et de classe « actions des pays de l'Union Européenne ».

Chacun de ces fonds de fonds est uniquement investi en parts de FCP et en actions de SICAV. Les lignes en sont équipondérées. Chacune d'elles est intégrée dans l'ensemble au fur et à mesure que les valeurs liquidatives sont disponibles, amenant une repondération générale des investissements au sein de l'ensemble comme le montrent le tableau qui suit :

**Tableau 4-3 : Pondération des lignes des portefeuilles euro et Europe**

Portefeuille euro				Portefeuille Europe			
<i>Date</i>	<i>Ligne</i>	<i>Cumul</i>	<i>% ptf</i>	<i>Date</i>	<i>Ligne</i>	<i>Cumul</i>	<i>% ptf</i>
04/01/99	1	1	100,00%	04/01/99	3	3	33,33%
27/03/00	1	2	50,00%	19/08/99	1	4	25,00%
03/05/00	1	3	33,33%	28/02/00	1	5	20,00%
19/06/00	1	4	25,00%	19/05/00	1	6	16,67%
28/08/00	1	5	20,00%	29/09/00	1	7	14,28%
30/10/00	1	6	16,66%	26/10/00	1	8	12,50%
18/12/00	1	7	14,28%	06/11/01	1	9	11,11%
19/12/00	1	8	12,50%	19/06/02	1	10	10,00%
06/09/01	2	10	10,00%	09/09/02	1	11	9,09%
19/11/01	1	11	9,09%	24/02/03	2	13	7,69%
19/03/02	1	12	8,33%	26/06/03	1	14	7,14%
06/05/02	1	13	7,69%	13/05/04	-1	13	7,69%
24/10/02	1	14	7,14%				

Le portefeuille Europe a la particularité de voir, sur la période d'analyse, le nombre de ses lignes décroître puisqu'un des fonds qui le

constitue a arrêté son activité le 13-mai 2004. Il sera donc sans doute au moins en partie à l'abri du « biais du survivant ».

Le tableau suivant présente les fonds SR investis en actions d'entreprises de la zone euro qui constituent le portefeuille euro.

**Tableau 4-4 : Présentation des OPCVM du portefeuille euro**

OPCVM	Gérant	Date COB	Indice
Agf Valeurs Durables	AGF AM	10/06/02	-
Axa Euro Val. Resp.	AXA IM	28/06/96	100% Msci Emu
CDC Euro 21	CDC Ixis AM	07/12/99	100% Msci Emu
CLAM Euro DD	CL AM	29/03/01	100% Msci Emu
Crédit Mutuel Valeurs Ethiques	CMF	10/05/00	60% Cac 40 / 40% DJES 50
Dynalion DD	CL AM	30/08/02	100% Msci Emu
Etoile Environnement	Etoile Gestion	14/08/01	100% DJES 50
Etoile Partenaires	Etoile Gestion	14/08/01	100% DJES 50
Euro Capital Durable	Groupama AM	26/10/01	100% Msci Emu
Euro Sociétale	IDE AM	16/04/99	100% Msci Emu
Fédéral Actions Ethiques	Fédéral Gestion	04/04/00	100% DJES 50
Génération Ethique C	BFT Gestion	14/11/00	100% DJESSI
HSBC Actisocia Européen	Apogé	07/03/00	100% DJES 50
Sarasin Euro MC ED	Sarasin Expertise	26/07/00	100% DJES 326

Le portefeuille euro comprend ainsi 14 SICAV et FCP émis par 12 sociétés de gestion d'actif différentes et suivant cinq indices distincts de la zone euro. Six de ces OPCVM prennent pour référence, totalement ou de manière composite, un des indices traditionnels ou SR retenus dans cette étude comme représentation des performances des marchés financiers des pays de la zone euro.

Le tableau suivant présente les fonds SR investis en actions d'entreprises de l'Union Européenne qui constituent le portefeuille européen.

**Tableau 4-5 : Présentation des OPCVM du portefeuille Europe**

<b>OPCVM</b>	<b>Gérant</b>	<b>Date COB</b>	<b>Indice</b>
BP DD Actions	Natexis AM	07/05/02	100% Msci Europe
CAAM Actival Dur.	CA AM	01/09/00	-
CAAM Act. Dur.	CA AM	21/01/03	-
CAAM Atout Val. Dur.	CA AM	21/01/03	-
Dexia Ethiq. Gest. Act.	Dexia AM	03/10/00	100% Msci EMU
Elan Croissance Dur.	Rothschild AM	11/02/00	100% DJSeci
Ethiciel C	Sogeposte	23/10/01	50% DJES 50 / 50% ASPI eurozone
Europe Gouvernance	IDE AM	13/01/98	100% Msci Europe
Fédéral Ethique Dynamique	Fédéral Gestion	23/07/02	90% DJS 50% / 10% Eonia
HSBC Sélect. Val. Resp.	HSBC AM	22/12/95	100% Msci Europe
Regard Act. DD	Pro BTP Finance	06/01/04	100% DJS 50
Sarasin Europe Expansion Durable	Sarasin Expert.	15/06/99	100% DJS 600
SGAM Europe Ethique	SG AM	21/04/00	100% Msci Europe
Westham Euro Act. SRI	Orsay Gestion	22/08/97	100% DJESSI

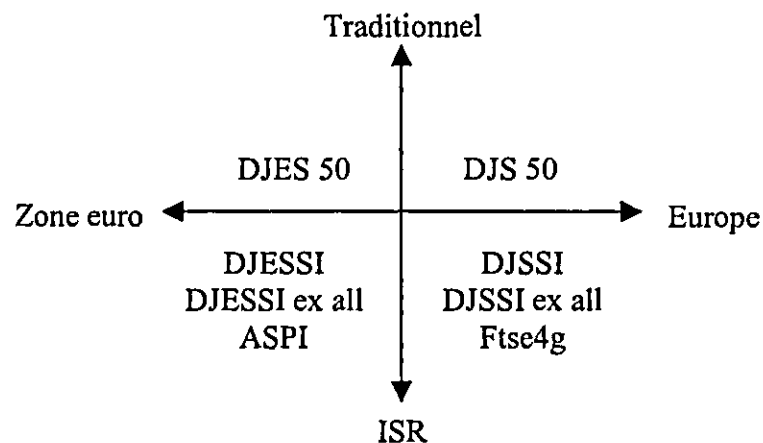
Le portefeuille européen est abondé en parts et actions d'OPCVM investis en actions de pays de l'Union Européenne, proposés par douze sociétés de gestion d'actif différentes. Les 14 SICAV et FCP retenus suivent huit indices européens de référence. Deux suivent totalement ou partiellement un des indices retenus dans cette étude comme représentation des performances des marchés européens alors que deux autres optent pour une référence constituée à l'origine pour la zone euro, marquant par-là sans doute la faible différence entre les deux zones géographiques retenues.

## 2. 2. Présentation des indices

La critique de Roll nous rappelle que le choix d'un benchmark est difficile car non sans conséquence sur les résultats d'une étude : un indice de

référence n'est qu'une approximation du portefeuille de marché, interférant dans les résultats de nos tests statistiques et financiers<sup>342</sup>. Toutefois, notre choix est guidé par deux critères : leur nature – traditionnelle ou SR – et leur zone géographique – pays de la zone euro ou plus largement pays de l'Union Européenne. Sur cette base, le croisement de ces caractéristiques permet de repérer quatre catégories d'indices tel que l'indique le graphique suivant :

**Figure 4-1 : Typologies des indices**



### 2. 2. 1. La zone euro

La performance des marchés de la zone euro est représentée par quatre indices : un indice traditionnel (DJES 50) et trois indices SR (DJESSI, DJESSI ex all et ASPI eurozone).

Le DJES 50 est un indice représentatif des marchés financiers de la zone euro qui comprend l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et l'Espagne<sup>343</sup>. Il est constitué de 50 valeurs « *blue chip* » présentant à la fois une bonne solidité financière et une forte liquidité sur les marchés. Les indices Dow Jones Euro Stoxx Sustainability Index (DJESSI), Index ex all (DJESSI ex all) et Advanced Sustainable Performance Index eurozone (ASPI)

<sup>342</sup> Cf. Noël Amenc et Véronique Le Sourd, *Théorie du portefeuille et analyse de sa performance*, éditions Economica, Paris, 2003, p. 180

<sup>343</sup> Cf. Dow Jones Euro Stoxx 50 factsheet, 4 pages, 31 décembre 2003

sont des indices SR de la zone euro. Le DJESSI est un indice « ouvert » – le nombre de valeurs qui rentre dans sa composition est variable dans le temps – représentatif des marchés financiers de la zone euro. Il est composé de valeurs « [...] sélectionnées selon un examen systématique de responsabilité sociale qui identifie les entreprises leaders dans le développement durable dans chaque secteur d'activité<sup>344</sup> ». Le DJESSI ex all est un indice ouvert représentatif des marchés financiers de la zone euro. Dérivé du précédent, son originalité réside dans sa méthode de construction qui exclut « les entreprises qui tirent des revenus du commerce de l'alcool, du tabac, du jeu, de l'armement et des armes à feu<sup>345</sup> ». Le rapprochement des rentabilités des indices SR pratiquant le *screening* négatif avec les performances d'indices construits sur des critères sociaux et environnementaux non exclusifs nous permettra ainsi de comparer la valeur des deux méthodes de filtrage des titres et de tester l'hypothèse H8. Enfin, l'Advanced Sustainable Performance Index eurozone est un indice ouvert, lancé par l'agence de notation sociale Vigéo et représentatif des évolutions des marchés financiers de la zone euro. Rentrent dans cet indice des valeurs « [...] sélectionnées sur la base de leur aptitude à donner des exemples positifs de développement durable et développer de meilleures pratiques dans ce domaine<sup>346</sup>. »

Les principales caractéristiques techniques des indices de la zone euro sont reportées dans le tableau qui suit :

**Tableau 4-6 : Caractéristiques des indices de la zone euro\***

	DJES 50	DJESSI	DJESSI ex all	ASPI
P/R <sup>347</sup>	Prix	Prix	Prix	Prix
Devise	Euro	Euro	Euro	Euro
ISIN	EU0009658145	CH0012766264	CH0012766447	CH0012449630
ISR	Non	Oui	Oui	Oui

<sup>344</sup> Cf. Dow Jones Euro Stoxx Sustainability Index factsheet, 2 pages, 31 décembre 2003

<sup>345</sup> Cf. Dow Jones Euro Stoxx Sustainability Index Ex Alcohol, Tobacco, Gambling, Armaments & Firearms factsheet, 2 pages, 31 décembre 2003

<sup>346</sup> Cf. ASPI eurozone factsheet, 2 pages

<sup>347</sup> Tous les indices sont « Prix » et non « Retour » : ils n'intègrent pas dans leur évolution le versement de dividendes.

Exclusion	Non	Non	Oui	Non
Création	15/02/98	15/10/01	15/10/01	28/06/01
Historique	31/12/86	31/12/98	31/12/98	31/12/91
Base (pts.)	1 000,00	100,00	100,00	1 000,00
Date base	31/12/91	31/12/98	31/12/98	31/12/00
Lignes	50	74	70	118
Pondération	Flottant	Flottant	Flottant	Flottant

\* A la date du 31/12/03

### 2. 2. 2. L'Europe de l'Ouest

La performance des marchés européens est représentée par quatre indices : un indice traditionnel (DJS 50) et trois indices SR (DJSSI, DJSSI ex all et FTSE4Good Europe).

Le DJS 50 est un indice représentatif des marchés financiers européens qui comprend des actions des pays de la zone euro, du Danemark, de la Norvège, de la Suède, de la Suisse et du Royaume-Uni. Il est constitué de 50 valeurs « *blue chip* ». Les Dow Jones Stoxx Sustainability Index (DJSSI), Index ex all (DJSSI ex all) et Financial Time Stock Exchange 4 Good Europe (Ftse4g) visent à être représentatifs des actions d'entreprises SR cotées sur les marchés financiers d'Europe de l'Ouest. Le DJSSI est le pendant du DJESSI à l'échelle des marchés financiers européens : ne rentrent dans ce portefeuille de marché que les titres de capital émis par des entreprises SR. Le DJSSI ex all est un indice représentatif des marchés financiers européens. Emanant du précédent et à l'instar du DJESSI ex all, il exclut les sociétés cotées liées aux activités de production de spiritueux, de tabac, de jeu, d'armements. Cette caractéristique nous permettra également de tester l'hypothèse H8 sur les marchés financiers d'Europe Occidentale. Enfin, le Financial Times Stock Exchange Good Europe est un indice représentatif des marchés de l'Union Européenne et de la Suisse.

Les principales caractéristiques techniques des indices européens sont reportées dans le tableau qui suit :

**Tableau 4-7 : Caractéristiques des indices européens**

	DJS 50	DJSSI	DJSSI ex all	Ftse4Good
P/R	Prix	Prix	Prix	Prix
Devise	Euro	Euro	Euro	Euro
ISIN	EU0009658160	CH0012766694	CH0012767023	
ISR	Non	Oui	Oui	Oui
Exclusion	Non	Non	Oui	Oui
Création	15/02/98	15/10/01	15/10/01	01/07/01
Historique	31/12/86	31/12/98	31/12/98	21/09/01
Base	1 000,00	100,00	100,00	100,00
Date base	31/12/91	31/12/98	31/12/98	21/09/01
Zone	Europe	Europe	Europe	Europe
Lignes	50	177	160	
Pondération	Flottant	Flottant	Flottant	Flottant

<sup>†</sup> A la date du 31/12/03

En définitive, nous disposons, pour chacune des deux zones géographiques, d'un portefeuille de fonds, de trois indices SR et d'un indice traditionnel. Tous présentent 1493 valeurs liquidatives ou cotations étalées du 30 décembre 1998 au 16 décembre 2004, à l'exception du Ftse4Good Europe qui ne propose que 807 cotations pour la période courant du 24 septembre 2001 au 16 décembre 2004. Ce dernier ne sera donc l'objet que d'une étude partielle. De ces données, nous extrayons respectivement 1492 et 806 performances quotidiennes logarithmiques.

### 2. 3. Indicateurs statistiques et modèles financiers

La performance des portefeuilles et indices va être étudiée à travers plusieurs indicateurs statistiques et financiers, tous largement éprouvés dans la littérature financière.

### 2. 3. 1. Les indicateurs statistiques

L'espérance arithmétique  $E(R_i)$  est un indicateur statistique de tendance pondérant les différentes mesures d'une variable par leur occurrence sur  $n$  périodes de temps. Elle permet ainsi d'évaluer la rentabilité  $R$  moyenne d'un actif  $i$  exposé au risque de marché.

$$E(R_i) = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n n_{i,t} R_{i,t}$$

La variance journalière ( $\sigma_i^2$ ) est un indicateur statistique de dispersion d'une variable autour de sa moyenne. Elle permet d'évaluer le risque attaché à un actif financier. La racine carrée de la variance donne l'écart-type (ou volatilité) que l'on annualise en le multipliant par  $\sqrt{250}$ , où 250 est le nombre moyen de jours de bourse par an :

$$\sigma_i^2 = \frac{n \sum_{t=1}^n R_{i,t}^2 - \left( \sum_{t=1}^n R_{i,t} \right)^2}{n^2}$$

Le skewness ( $Sk_i$ ) est un coefficient statistique d'asymétrie de la répartition des observations  $R$  de la variable  $i$  autour de la moyenne  $\mu$ . C'est un indicateur de performance : il indique dans quelle mesure les occurrences de rentabilité sont plutôt positives ou plutôt négatives sur la période d'analyse qui comprend  $n$  mesures. Ainsi, si le  $Sk$  est positif, la distribution est décalée à droite de la moyenne, vers les valeurs positives. A l'inverse, un  $Sk$  est négatif indique une asymétrie décalée à gauche de la moyenne, vers les valeurs les plus faibles :

$$Sk_i = \frac{\left( \frac{1}{n-1} \right) \sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \mu)^3}{\sigma_i^3}$$



Le kurtosis ( $k_i$ ) est un coefficient statistique d'aplatissement de la distribution des rentabilités. Celle-ci suit une loi gaussienne quand le K est égal à 3. Lorsqu'il est supérieur à 3, le kurtosis est excédentaire et la distribution est dite « leptokurtique », c'est-à-dire qu'elle contient trop d'observations extrêmes et/ou pas assez d'observations proches de la moyenne par rapport à la loi normale. A l'inverse, si le K est inférieur à 3, la distribution est dite « platykurtique » car elle présente un nombre excessif d'observations autour de la moyenne et un nombre trop réduit d'observations extrêmes :

$$K_i = \frac{\left(\frac{1}{n-1}\right) \sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \mu_i)^4}{\sigma_i^4}$$

Un histogramme des fréquences des rentabilités quotidiennes de chaque portefeuille et indice est proposé. Ces graphiques ont pour fonction d'illustrer les éventuels écarts mis en évidence par le K et Sk par rapport à une distribution normale, centrée, réduite.

La rentabilité quotidienne maximale ( $R_{i,\max}$ ) est la plus forte variation positive jamais enregistrée par le titre i sur la période d'analyse :

$$R_{i,\max} = \underset{t=1,\dots,n}{\text{Max}}(R_{i,t})$$

La rentabilité quotidienne minimale ( $R_{i,\min}$ ) est la plus forte variation négative jamais enregistrée par le titre i sur la période d'analyse :

$$R_{i,\min} = \underset{t=1,\dots,n}{\text{Min}}(R_{i,t})$$

### 2. 3. 2. Les indicateurs financiers

Nous mobilisons également des modèles et indicateurs financiers.

### 2. 3. 2. 1. La frontière efficiente

Chaque actif présente des caractéristiques de performance, à travers l'espérance des rentabilités, de risque, à travers la variance des rentabilités, et de comportement par rapport aux autres titres, à travers le coefficient de corrélation. La frontière efficiente combine les actifs deux à deux permettant une comparaison des rentabilités des actifs pour un même niveau de risque ou inversement, pour un même niveau de performance attendue, les niveaux de risque différents attachés à chaque placement.

Dans cette étude, le premier actif est un taux monétaire, l'Euribor 3 Mois (E3M, noté  $R_f$ ). Ce taux, dit « sans risque » varie tous les jours<sup>348</sup> – faiblement toutefois – n'étant considéré comme libre que du seul risque de défaillance. Le plus souvent,  $R_f$  apparaît dans les recherches empiriques comme une donnée fixe. Nous avons toutefois opté pour une intégration comme élément variable afin de rapprocher notre étude d'une réalité historiquement fluctuante qui a vu, sur la période d'analyse, les taux monétaires se détendre de manière importante pour amortir la baisse des marchés d'actions. Le second titre est un actif noté  $i$  plus risqué qu'est, dans cette étude, soit un portefeuille d'OPCVM SR, soit un indice de même nature ou au contraire traditionnel. Ceci permet de construire différents portefeuilles au sein desquels il est possible de moduler la part de chaque actif pour obtenir un niveau de rentabilité ( $R_{ptf}$ ) fixé :

$$E(R_{ptf}) = pR_f + (1 - p)E(R_i)$$

avec  $p$ , la part du portefeuille investie en actif E3M ;  $(1 - p)$ , la part investie en actif  $i$  ;  $R_f$ , l'espérance des rendements d'E3M ;  $E(R_i)$ , l'espérance des rentabilités de l'actif  $i$ .

Le niveau de risque du portefeuille est donné par la volatilité notée  $\sigma_{ptf}$  :

---

<sup>348</sup> Cf. Florin Aftalion, *La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles*, éditions Economica, Paris, 2003, p. 150

$$\sigma_{pff} = \sqrt{p \cdot \sigma_f + (1-p) \cdot \sigma_i + 2 \cdot \rho_{i,f} \cdot p \cdot (1-p) \cdot \sigma_f \cdot \sigma_i}$$

avec  $\sigma_f$ , écart-type des rendements d'E3M ;  $\sigma_i$ , volatilité des rentabilités de l'actif  $i$  et  $\rho_{i,f}$ , le coefficient de corrélation entre E3M et l'actif  $i$ . La frontière efficiente projette ensuite les combinaisons d'actifs obtenus sur un plan bidimensionnel de performance et de risque permettant de comparer les portefeuilles entre eux pour chaque niveau de risque ou de rentabilité.

### 2. 3. 2. 2. La droite de marché

Le concept de frontière efficiente formulé par Markowitz pose la première pierre de la théorie du portefeuille. Cependant, sa mise en application demeure difficile devant la nécessité d'étudier tous les actifs pouvant entrer dans un portefeuille. Sharpe simplifie ainsi le modèle en considérant que la variation du prix d'un portefeuille est reliée aux variations d'un indice de marché. La droite caractéristique d'un portefeuille ou droite de marché (DDM) est ainsi une régression linéaire par la méthode des moindres carrés ordinaires. Les rentabilités d'un portefeuille ( $R_p$ ) donnés par la moyenne pondérée des rentabilités des titres  $i$  qui le constituent, sont expliquées par les variations de valorisation d'un indice de marché ( $R_m$ ) :

$$R_{p,t} = \alpha_{p,t} + \beta_{p,t} \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{p,t}$$

où  $\alpha_p$  est l'ordonnée à l'origine du modèle,  $\varepsilon_p$  est un résidu non expliqué par le modèle et  $\beta_p$  la pente de la droite donnée par la formule :

$$\beta_p = \frac{Cov(R_p; R_m)}{\sigma_m^2}$$

où  $Cov(R_p; R_m)$  est la covariance entre les rentabilités du portefeuille  $p$  et celles de l'indice de marché  $m$ .

Le risque total du portefeuille ( $\sigma_p^2$ ) se décompose alors en un risque spécifique ( $\sigma_{\varepsilon_p}^2$ ), propre au portefeuille, réductible par la diversification, et un risque systématique, non diversifiable, dû aux variations du marché ( $\beta_p^2 \sigma_m^2$ )<sup>349</sup> :

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \cdot \sigma_m^2 + \sigma_{\varepsilon_p}^2$$

Par généralisation, l'espérance des résidus  $\varepsilon_p$  étant nulle si la régression est robuste, on obtient :

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p \cdot E(R_m)$$

La théorie financière moderne a une interprétation de ces deux paramètres. Le  $\alpha_p$  est une mesure de la performance non expliquée par le marché. C'est la rentabilité du portefeuille quand la rentabilité du marché est nulle. Cette valeur au niveau d'un portefeuille, attribuée au talent du gérant, ne peut être significativement différente de zéro. En effet, conformément à la théorie de l'efficience, un gérant de fonds est dans l'incapacité de surperformer le marché car il dispose de la même information que les autres acteurs qui est immédiatement impactée dans les cours. Le  $\beta_p$ , quant à lui, mesure la sensibilité d'un portefeuille à l'évolution du marché représenté par l'indice m :

- Si le  $\beta_p$  est supérieur à 1, le portefeuille est « offensif » : il sur-réagit aux variations du marché, à la hausse comme à la baisse ;
- A l'inverse, si le  $\beta_p$  est inférieur à 1, le portefeuille est « défensif » car il sous-réagit aux évolutions du marché.

Cet indicateur est toutefois l'objet de critiques de plus en plus fortes qui dénoncent son instabilité dans le temps et les difficultés rencontrées pour choisir l'indice de référence<sup>350</sup>. Le modèle génère également un coefficient de corrélation qui permet d'évaluer le sens et la force de la relation entre la variable expliquée p et la variable explicative m :

<sup>349</sup> Cf. William F. Sharpe, *op. cit.*, 1963

<sup>350</sup> Pour une synthèse de la question : cf. Florin Aftalion, *La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles*, éditions Economica, Paris, 2003, pages 99 à 123

$$r_{p,m} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_{p,t} - \mu_p)(R_{m,t} - \mu_m)}{\sigma_p \sigma_m}$$

avec  $\mu_p$ , espérance des rentabilités du portefeuille p et  $\mu_m$ , espérance des rentabilités de l'indice m.

La lecture du coefficient de corrélation est définie par rapport à trois valeurs clés :

- Si r est proche de 1, la relation linéaire est forte et positive c'est-à-dire que le portefeuille p a un comportement similaire à celui du marché ;
- Par contre, si le coefficient est proche de -1, la régression est forte mais le portefeuille suit un comportement opposé à celui du marché : quand le marché monte, la valeur descend et inversement ;
- Enfin, le coefficient peut être proche de 0 : le portefeuille est alors décorrélé par rapport au marché,  $R_m$  n'étant pas en mesure d'expliquer  $R_i$ .

Calculé à partir du coefficient de corrélation, le coefficient de détermination  $r^2$  indique la part de risque systématique, non diversifiable dans le risque total du portefeuille p.  $r^2$  est donc la part de variance expliquée par la régression. On peut également obtenir  $r^2$  par :

$$r_p^2 = \frac{\beta_p^2 \sigma_m^2}{\sigma_p^2}$$

La solidité du modèle sera également testée par le test Durbin-Watson : la régression est robuste si les résidus standardisés  $\varepsilon_{p,t}$  suivent une distribution normale d'espérance nulle et d'écart-type égal à l'unité.

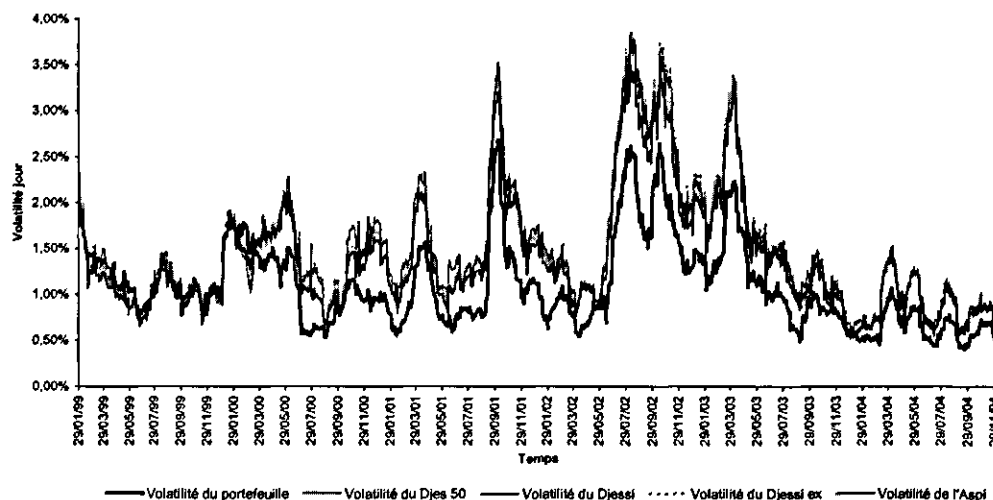
### 2.3.2.3. Le ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe (ou *reward to variability ratio*) est un indicateur de performance rapportant la rentabilité d'un portefeuille p en excès du taux sans risque à son risque total mesuré par l'écart-type<sup>351</sup> :

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

Le risque total étant seul considéré, le ratio de Sharpe est particulièrement adapté à la mesure de la performance de portefeuilles peu diversifiés, assumant une part de risque spécifique importante. Ne faisant pas référence à un indice de marché, cette mesure de performance échappe à la critique de Roll. Pour autant, ce ratio, quand la prime de risque est négative, dans le cas d'un contexte boursier baissier, laisse place à des difficultés d'interprétation<sup>352</sup>. Egalement, pour tenir compte de l'instabilité de la volatilité dans le temps, comme l'indiquent les deux graphiques suivants, ce ratio sera calculé sur un écart-type glissant sur 20 jours.

**Graphique 4-1 : Instabilité de la volatilité glissante sur 20 jours  
des placements euros**

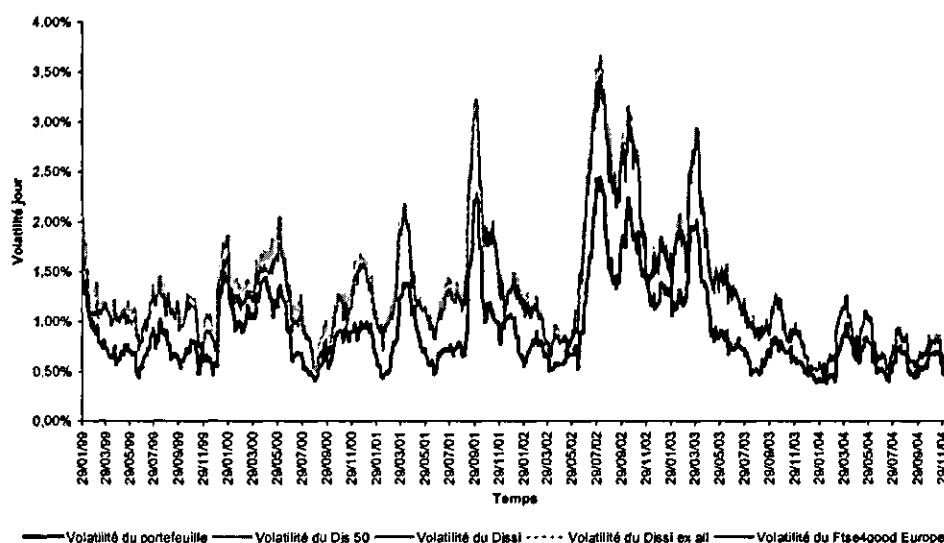


<sup>351</sup> Cf. Williams F. Sharpe, *op. cit.*, 1966

<sup>352</sup> Cf. Florin Aftalion, *op. cit.*, p. 152

La volatilité glissante journalière du portefeuille et des indices de la zone euro connaît des évolutions importantes entre 0,5% et 4% sur la période 1999-2004. Le portefeuille semble être le placement dont le risque est le plus faible.

**Graphique 4-2 : Instabilité de la volatilité glissante sur 20 jours des placements européens**



L'écart-type journalier glissant des portefeuille et indices européens varie également de manière importante sur la période 1999-2004, évoluant de 0,5% à près de 4%. Le portefeuille semble constituer le placement le moins risqué.

La robustesse statistique des Sharpe sur volatilité historique et Sharpe sur volatilité glissante sera éprouvée à l'aide des tests de Student sur les moyennes et de Wilcoxon sur les rangs.

#### 2. 3. 2. 4. Le ratio de Treynor

Le ratio de Treynor est un indicateur de performance rapportant la rentabilité excédentaire au taux sans risque (la prime de risque du portefeuille  $p$ ) à son risque systématique mesuré par le  $\beta$  du portefeuille<sup>353</sup> :

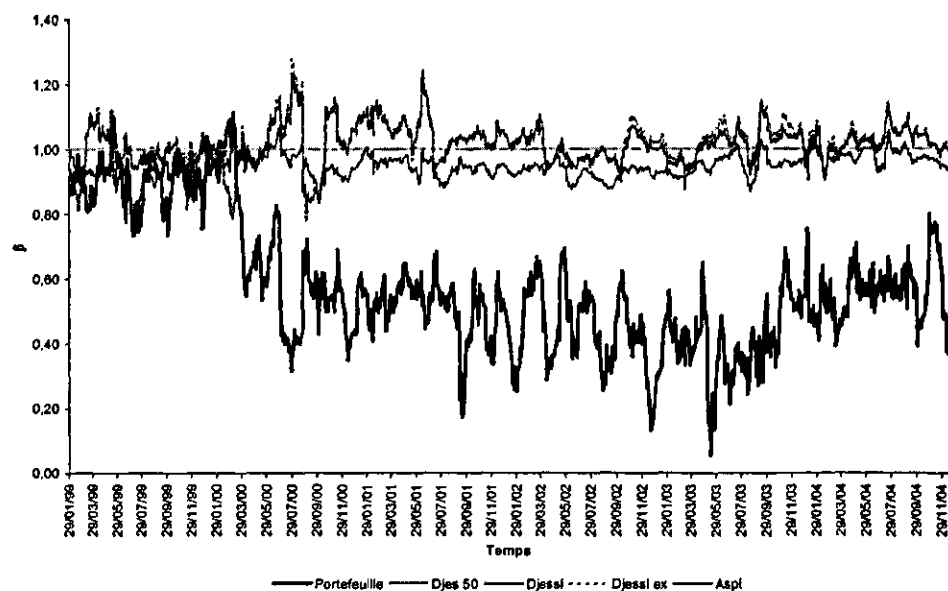
<sup>353</sup> Cf. Jack L. Treynor et Fisher Black, « How to Rate Management of Investments Funds », *Harvard Business Review*, January-February, 1965, vol. 43, n° 1, p. 63-75

$$T_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p}$$

avec  $\beta_p = \frac{\text{Cov}(R_p; R_m)}{\sigma_m^2}$  où  $\text{Cov}(R_p; R_m)$  est la covariance entre les rentabilités du portefeuille p et celles de l'indice de marché m.

Seul le risque systématique étant intégré dans la construction de cet indicateur, le ratio de Treynor est particulièrement adapté à la mesure de la performance de portefeuilles bien diversifiés. Cependant, nécessitant un indice de référence, cet indicateur est soumis à la critique de Roll. Les résultats des tests empiriques ne sont pas indépendants du choix de l'indice comme représentation des évolutions du marché dans sa globalité. De plus, le  $\beta$  étant une mesure instable, à l'instar de la volatilité et comme l'indiquent les quatre graphiques suivants, le ratio de Treynor sera calculé avec un  $\beta$  glissant sur 20 jours.

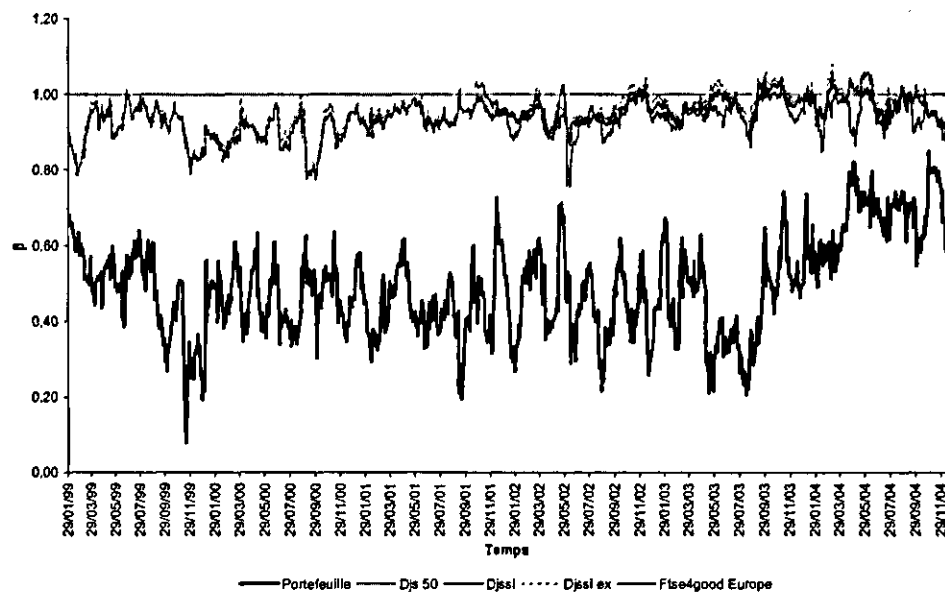
**Graphique 4-3 : Instabilité des  $\beta$  glissants des placements euros**  
(Référence : DJES 50)





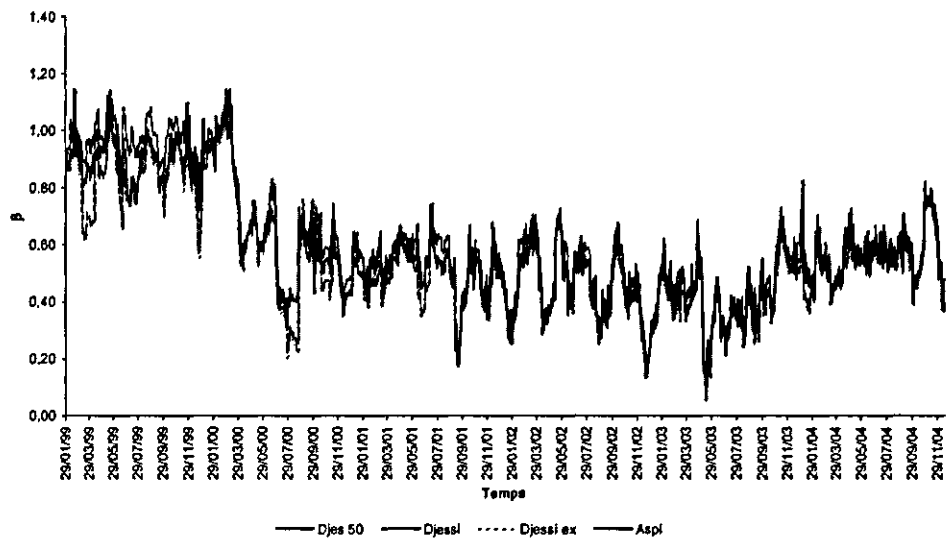
Les  $\beta$  glissants des indices DJESSI, DJESSI ex all et ASPI eurozone varient sur entre 1999 et 2004 dans une fourchette 0,80-1,30. Le DJES 50 étant l'indice de référence, son  $\beta$  est par définition égal à l'unité sur la période. Le portefeuille est le placement dont le  $\beta$  est le plus chaotique. Proche de 1 toute l'année 1999, il décroche à un niveau largement inférieur jusqu'en 2004, compris entre 0,05 et 0,80.

**Graphique 4-4 : Instabilité des  $\beta$  glissants des placements européens**  
(Référence : DJS 50)



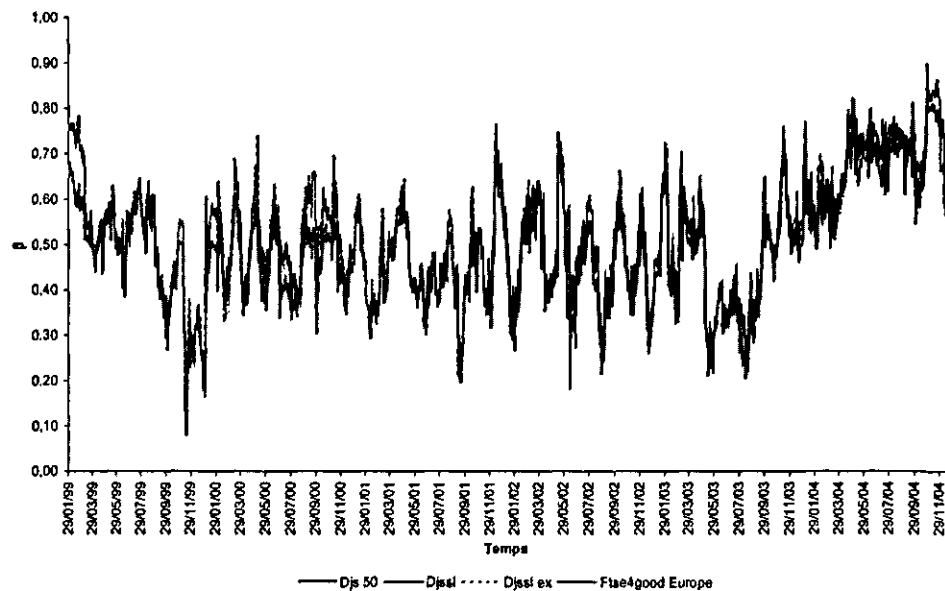
Entre 1999 et 2004, les  $\beta$  glissants des indices DJSSI, DJSSI ex all et FTSE4Good Europe évoluent le plus souvent entre 0,80 et 1,08. Le DJS 50 étant l'indice de référence, son  $\beta$  est par définition égal à l'unité sur la période. Le  $\beta$  du portefeuille se distingue en affichant un niveau nettement inférieur, compris dans une fourchette 0,05-0,80.

**Graphique 4-5 : Instabilité des  $\beta$  glissants du portefeuille euro**  
(Référence : indices traditionnnels et SR)



Les  $\beta$  glissants du portefeuille de la zone euro calculés en prenant pour référence les indices traditionnnels et SR évoluent de manière analogue sur la période 1999-2004. Ils varient dans un intervalle compris entre 0,60 et 1,20 en 1999. A partir de 2000, ils baissent pour varier entre 0,05 à 0,80.

**Graphique 4-6 : Instabilité des  $\beta$  glissants du portefeuille européen**  
(Référence : indices traditionnnels et SR)



Sur la période 1999-2004, les  $\beta$  glissants du portefeuille européen calculés en prenant pour référence les indices traditionnels et SR évoluent de manière analogue dans un intervalle compris entre 0,00 et 1,00.

La robustesse statistique des indices de Treynor sur  $\beta$  historiques et sur  $\beta$  glissants seront soumis aux tests de Student sur les moyennes et de Wilcoxon sur les rangs.

### 2.3.2.5. Le $\alpha$ de Jensen

L' $\alpha$  de Jensen est un indicateur de performance d'un portefeuille p défini par l'égalité suivante :

$$E(R_p) - R_f = \alpha_p + \beta_p \cdot (E(R_m) - R_f)$$

avec  $\beta_p = \frac{\text{Cov}(R_p; R_m)}{\sigma_m^2}$  où  $\text{Cov}(R_p; R_m)$  est la covariance entre les rentabilités du portefeuille p et celles de l'indice de marché m.

L'interprétation de cette mesure est différente de celle prévalant pour le ratio de Sharpe et l'indice de Treynor. En effet, l'extraction du  $\alpha$  permet de constater qu'il mesure l'écart entre la rentabilité constatée du portefeuille p et sa rentabilité attendue définie par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF).

$$\alpha_p = E(R_p) - [R_f + \beta_p (E(R_m) - R_f)]$$

La mesure de Jensen ne permet donc pas une comparaison directe entre des portefeuilles de risque différents. Le classement des rentabilités ajustées au risque de différents fonds et indices n'est ainsi possible qu'en normalisant l' $\alpha$

par une mesure de risque, tel que le ratio Black-Treynor<sup>354</sup>. A l'instar du ratio de Treynor, la mesure et l'interprétation empirique de l' $\alpha$  de Jensen sont dépendantes de l'indice de référence choisi. Aussi, pour la même raison que le ratio de Treynor, l' $\alpha$  de Jensen sera recalculé avec un  $\beta$  glissant sur 20 jours. Résultat d'une régression, les  $\alpha$  de Jensen sur  $\beta$  historiques et sur  $\beta$  glissants seront testés (test t de Student et test de Wilcoxon sur les rangs).

#### 2.3.2.6. Le ratio d'information

Le *tracking error* ( $TE_p$ ) est un indicateur de performance mesurant la volatilité de l'excès de rentabilité d'un portefeuille par rapport à un indice de référence. Pour l'exprimer en pourcentage par an, le  $TE_p$  est annualisé en le multipliant par le coefficient  $\sqrt{250}$  :

$$\sigma_{TE_p} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (TE_{p,t} - \overline{TE_p})^2}$$

Avec  $TE_{p,t} = R_{p,t} - R_{m,t}$  et  $\overline{TE_p}$ , espérance des TE du portefeuille.

Reposant sur le *tracking error*, le ratio d'information (*appraisal ratio*, noté IR) est un indicateur de performance mesurant la rentabilité supplémentaire obtenue sur une période déterminée grâce à la gestion active d'un portefeuille par unité de *tracking-error*. Il rapporte donc la rentabilité du portefeuille en excès de l'indice de référence au risque résiduel :

$$IR_p = \frac{TE_{p,t}}{\sigma_{TE}}$$

Une mesure annuelle est obtenue en multipliant le numérateur par 250 et le dénominateur par  $\sqrt{250}$ . La significativité du ratio d'information peut être testée par le t-statistique selon la relation :

<sup>354</sup> Cf. Jack L. Treynor et Fisher Black, « How to Use Security Analysis to Improve Portfolio Selection ? », *Journal of Business*, 1973, vol. 46, n° 1, p. 61-86

$$T = \left[ \frac{t_{stat}}{IR_p} \right]^2$$

avec T, le nombre d'années pendant lesquels la performance doit être constatée pour être significative au seuil fixé par le chercheur, couramment 95%.

N'intégrant pas, à l'instar du ratio de Sharpe, de mesure du risque systématique, l'IR n'est guère adapté à la comparaison de portefeuilles dont la diversification est variable. De même, nécessitant un *benchmark*, l'IR n'échappe pas à la critique de Roll. Cependant, à l'origine bâti pour l'évaluation du gérant, l'intérêt de cet indicateur est appréciable au regard du sujet spécifique que constitue l'analyse de la performance des fonds et indices SR. En effet, un auteur note : « *Le ratio d'information est donc un indicateur qui permet d'évaluer le niveau d'information d'un gérant par rapport à l'information publique disponible, ainsi que son habilité à réaliser une performance supérieure à celle de la moyenne des gérants*<sup>355</sup>. » On a donc là une mesure directe de l'intérêt financier que peut constituer la notation sociale des entreprises comme carburant d'une surperformance du gérant de fonds SR par rapport à la performance affichée par un portefeuille traditionnel d'actions. Une grille de lecture indique qu'un IR est « bon » à 0,50 et « exceptionnel » à 1. Sur quelques années, un IR à 0,20-0,30 s'avère une performance notable<sup>356</sup>.

<sup>355</sup> Cf. Noël Amenc et Véronique Le Sourd, *Théorie du portefeuille et analyse de la performance*, éditions Economica, Paris, 2003, p. 158

<sup>356</sup> Cf. Bertrand Jacquillat et Bruno Solnik, *Marchés financiers*, éditions Dunod, Paris, 2002, p. 326

### 3. Résultats des tests de performance

Les différents outils, modèles et indicateurs statistiques et financiers mobilisés vont être testés, expliqués et critiqués pour nous permettre d'obtenir des conclusions robustes.

Dans les tests sous SPSS12 versés dans les annexes, les variables sont nommées ainsi.

**Tableau 4-8 : Dénomination des variables testées**

<b>Variables</b>	<b>Dénomination</b>
Portefeuille euro	Ptf euro
DJES 50	DJES
DJESSI	DJESSI
DJESSI ex all	DJESSIex
ASPI eurozone	ASPI
Ratio de Sharpe du portefeuille euro	Sharpe_ptf_euro
Ratio de Sharpe du DJES 50	Sharpe_djes50
Ratio de Sharpe du DJESSI	Sharpe_djessi
Ratio de Sharpe du DJESSI ex all	Sharpe_djessiex
Ratio de Sharpe de l'ASPI eurozone	Sharpe_aspi
Ratio de Sharpe glissant du portefeuille euro	Sharpe_glis_ptfeuro
Ratio de Sharpe glissant du DJES 50	Sharpe_glis_djes50
Ratio de Sharpe glissant du DJESSI	Sharpe_glis_djessi
Ratio de Sharpe glissant du DJESSI ex all	Sharpe_glis_djessiex
Ratio de Sharpe glissant de l'ASPI eurozone	Sharpe_glis_aspieuro
Ratio de Treynor du portefeuille euro (réf : Djes 50)	T_ptf_djes50
Ratio de Treynor du portefeuille euro (réf : Djessi)	T_ptf_djessi
Ratio de Treynor du portefeuille euro (réf : Djessi ex)	T_ptf_djessiex
Ratio de Treynor du portefeuille euro (réf : Aspi)	T_ptf_aspi
Ratio de Treynor du DJES 50 (réf : Djes 50)	T_djes50_djes50
Ratio de Treynor du DJESSI (réf : Djes 50)	T_djessi_djes50
Ratio de Treynor du DJESSI ex all (réf : Djes 50)	T_djessiex_djes50
Ratio de Treynor de l'ASPI eurozone (réf : Djes 50)	T_aspi_djes50
Ratio de Treynor du DJESSI (réf : Djessi)	T_djessi_djessi
Ratio de Treynor du DJESSI ex all (réf : Djessi ex)	T_djessiex_djessiex
Ratio de Treynor de l'ASPI eurozone (réf : Aspi)	T_aspi_aspi

Ratio de Treynor glissant du portefeuille euro (réf : Djes 50)	T_ptf_djes50_glis
Ratio de Treynor glissant du portefeuille euro (réf : Djessi)	T_ptf_djessi_glis
Ratio de Treynor glissant du portefeuille euro (réf : Djessi ex)	T_ptf_djessiex_glis
Ratio de Treynor glissant du portefeuille euro (réf : Aspi)	T_ptf_aspi_glis
Ratio de Treynor glissant du DJES 50 (réf : Djes 50)	T_djes50_djes50_glis
Ratio de Treynor glissant du DJESSI (réf : Djes 50)	T_djessi_djes50_glis
Ratio de Treynor glissant du DJESSI ex all (réf : Djes 50)	T_djessiex_djes50_glis
Ratio de Treynor glissant de l'ASPI eurozone (réf : Djes 50)	T_aspi_djes50_glis
Ratio de Treynor glissant du DJESSI (réf : Djessi)	T_djessi_djessi_glis
Ratio de Treynor glissant du DJESSI ex all (réf : Djessi ex)	T_djessiex_djessiex_glis
Ratio de Treynor glissant de l'ASPI eurozone (réf : Aspi)	T_aspi_aspi_glis
$\alpha$ de Jensen du portefeuille euro (réf : Djes 50)	A_ptf_djes50
$\alpha$ de Jensen du portefeuille euro (réf : Djessi)	A_ptf_djessi
$\alpha$ de Jensen du portefeuille euro (réf : Djessi ex)	A_ptf_djessiex
$\alpha$ de Jensen du portefeuille euro (réf : Aspi)	A_ptf_aspi
$\alpha$ de Jensen du DJES 50 (réf : Djes 50)	A_djes50_djes50
$\alpha$ de Jensen du DJESSI (réf : Djes 50)	A_djessi_djes50
$\alpha$ de Jensen du DJESSI ex all (réf : Djes 50)	A_djessiex_djes50
$\alpha$ de Jensen de l'ASPI eurozone (réf : Djes 50)	A_aspi_djes50
$\alpha$ de Jensen du DJESSI (réf : Djessi)	A_djessi_djessi
$\alpha$ de Jensen du DJESSI ex all (réf : Djessi ex)	A_djessiex_djessiex
$\alpha$ de Jensen de l'ASPI eurozone (réf : Aspi)	A_aspi_aspi
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille euro (réf : Djes 50)	A_ptf_djes50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille euro (réf : Djessi)	A_ptf_djessi_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille euro (réf : Djessi ex)	A_ptf_djessiex_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille euro (réf : Aspi)	A_ptf_aspi_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJES 50 (réf : Djes 50)	A_djes50_djes50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJESSI (réf : Djes 50)	A_djessi_djes50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJESSI ex all (réf : Djes 50)	A_djessiex_djes50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant de l'ASPI eurozone (réf : Djes 50)	A_aspi_djes50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJESSI (réf : Djessi)	A_djessi_djessi_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJESSI ex all (réf : Djessi ex)	A_djessiex_djessiex_glis
$\alpha$ de Jensen glissant de l'ASPI eurozone (réf : Aspi)	A_aspi_aspi_glis
Portefeuille Europe	Ptf europ
DJS 50	DJS
DJSSI	DJSSI
DJSSI ex all	DJSSIex
FTSE4Good Europe	Ftse4g
Ratio de Sharpe du portefeuille Europe	Sharpe_ptf_europe
Ratio de Sharpe du DJS 50	Sharpe_djs50

Ratio de Sharpe du DJSSI	Sharpe_djssi
Ratio de Sharpe du DJSSI ex all	Sharpe_djssiex
Ratio de Sharpe du FTSE4Good Europe	Sharpe_ftse4g
Ratio de Sharpe glissant du portefeuille Europe	Sharpe_glis_ptfeuro
Ratio de Sharpe glissant du DJS 50	Sharpe_glis_djs50
Ratio de Sharpe glissant du DJSSI	Sharpe_glis_djssi
Ratio de Sharpe glissant du DJSSI ex all	Sharpe_glis_djssiex
Ratio de Sharpe glissant du FTSE4Good Europe	Sharpe_glis_ftse4geuro
Ratio de Treynor du portefeuille Europe (réf : Djs 50)	T_ptf_djs50
Ratio de Treynor du portefeuille Europe (réf : Djssi)	T_ptf_djssi
Ratio de Treynor du portefeuille Europe (réf : Djssi ex)	T_ptf_djssiex
Ratio de Treynor du portefeuille Europe (réf : Ftse4g)	T_ptf_ftse4g
Ratio de Treynor du DJS 50 (réf : Djs 50)	T_djs50_djs50
Ratio de Treynor du DJSSI (réf : Djs 50)	T_djssi_djs50
Ratio de Treynor du DJSSI ex all (réf : Djs 50)	T_djssiex_djs50
Ratio de Treynor du FTSE4Good Europe (réf : Djs 50)	T_ftse4g_djs50
Ratio de Treynor du DJSSI (réf : Djssi)	T_djssi_djssi
Ratio de Treynor du DJSSI ex all (réf : Djssi ex)	T_djssiex_djssiex
Ratio de Treynor du FTSE4Good Europe (réf : Ftse4g)	T_ftse4g_ftse4g
Ratio de Treynor glissant du portefeuille Europe (réf : Djs 50)	T_ptf_djs50_glis
Ratio de Treynor glissant du portefeuille Europe (réf : Djssi)	T_ptf_djssi_glis
Ratio de Treynor glissant du portefeuille Europe (réf : Djssi ex)	T_ptf_djssiex_glis
Ratio de Treynor glissant du portefeuille Europe (réf : Ftse4g)	T_ptf_ftse4g_glis
Ratio de Treynor glissant du DJS 50 (réf : Djs 50)	T_djs50_djs50_glis
Ratio de Treynor glissant du DJSSI (réf : Djs 50)	T_djssi_djs50_glis
Ratio de Treynor glissant du DJSSI ex all (réf : Djs 50)	T_djssiex_djs50_glis
Ratio de Treynor glissant du FTSE4Good Europe (réf : Djs 50)	T_ftse4g_djs50_glis
Ratio de Treynor glissant du DJSSI (réf : Djssi)	T_djssi_djssi_glis
Ratio de Treynor glissant du DJSSI ex all (réf : Djssi ex)	T_djssiex_djssiex_glis
Ratio de Treynor glissant du FTSE4Good Europe (réf : Ftse4g)	T_ftse4g_ftse4g_glis
$\alpha$ de Jensen du portefeuille Europe (réf : Djs 50)	A_ptf_djs50
$\alpha$ de Jensen du portefeuille Europe (réf : Djssi)	A_ptf_djssi
$\alpha$ de Jensen du portefeuille Europe (réf : Djssi ex)	A_ptf_djssiex
$\alpha$ de Jensen du portefeuille Europe (réf : Ftse4g)	A_ptf_ftse4g
$\alpha$ de Jensen du DJS 50 (réf : Djs 50)	A_djs50_djs50
$\alpha$ de Jensen du DJSSI (réf : Djs 50)	A_djssi_djs50
$\alpha$ de Jensen du DJSSI ex all (réf : Djs 50)	A_djssiex_djs50
$\alpha$ de Jensen du FTSE4Good Europe (réf : Djs 50)	A_ftse4g_djs50
$\alpha$ de Jensen du DJSSI (réf : Djssi)	A_djssi_djssi
$\alpha$ de Jensen du DJSSI ex all (réf : Djssi ex)	A_djssiex_djssiex



$\alpha$ de Jensen du FTSE4Good Europe (réf : Ftse4g)	A_ftse4g_ftse4g
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille Europe (réf : Djs 50)	A_ptf_djs50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille Europe (réf : Djssi)	A_ptf_djssi_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille Europe (réf : Djssi ex)	A_ptf_djssiex_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du portefeuille Europe (réf : Ftse4g)	A_ptf_ftse4g_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJS 50 (réf : Djs 50)	A_djs50_djs50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJSSI (réf : Djs 50)	A_djssi_djs50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJSSI ex all (réf : Djs 50)	A_djssiex_djs50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du FTSE4Good Europe (réf : Djs 50)	A_ftse4g_djs50_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJSSI (réf : Djssi)	A_djssi_djssi_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du DJSSI ex all (réf : Djssi ex)	A_djssiex_djssiex_glis
$\alpha$ de Jensen glissant du FTSE4Good Europe (réf : Ftse4g)	A_ftse4g_ftse4g_glis

### 3. 1. Caractéristiques des distributions

Nous entamons notre tâche par une « analyse espérance/variance » des historiques de rentabilités des placements de la zone euro et de l'Union Européenne.

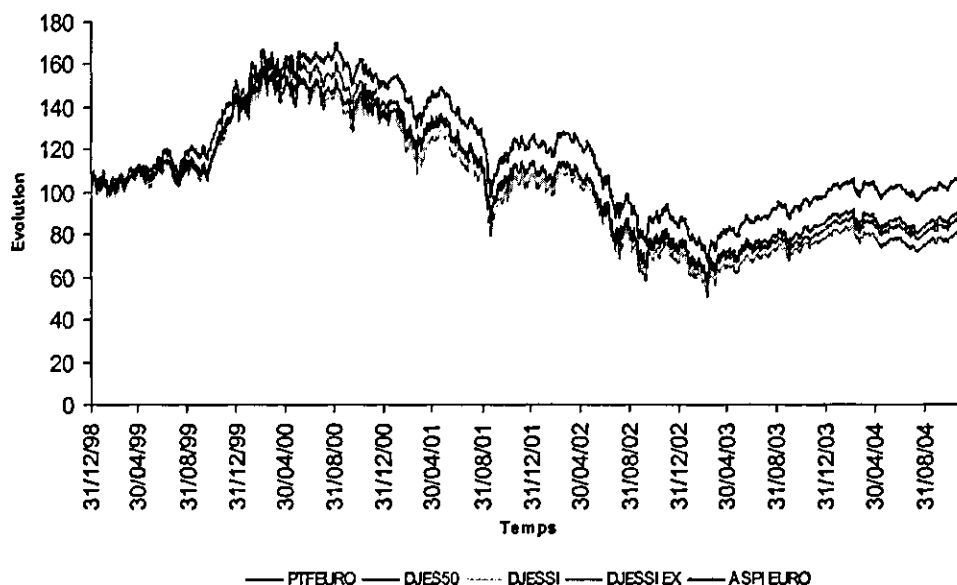
#### 3. 1. 1. Les placements de la zone euro

Nous précisons les données élémentaires concernant les portefeuilles investis en actions de pays de la zone euro.

##### 3. 1. 1. 1. Une évolution baissière

L'étude des distributions des rentabilités logarithmiques indique une évolution globalement baissière des marchés de la zone euro sur la période d'analyse.

**Graphique 4-7 : Evolution comparée du portefeuille et des indices euro  
(base 100 au 31/12/98)**



Les historiques de rentabilités s'étalent sur près de 6 ans. Seul le portefeuille de fonds SR euro affiche une évolution positive. Tous les indices qu'ils soient SR ou traditionnels, enregistrent des pertes sur la période. Il est donc important de noter que, sur la période d'analyse, l'étude est caractérisée par une baisse de la valeur des placements.

### 3. 1. 1. 2. Statistiques élémentaires

Le traitement sous SPSS 12 des données du portefeuille de fonds et des indices de la zone euro nous fournit les résultats suivants (cf. annexe 4 : « Statistiques descriptives des fonds et indices en actions des pays de la zone euro ») :

**Tableau 4-9 : Caractéristiques des placements euro**

	Ptf euro	DJES 50	DJESSI	DJESSI ex	ASPI
<b>Min</b>	-6,42%	-6,62%	-6,81%	-6,78%	-6,67%
<b>Max</b>	5,58%	7,08%	7,55%	7,69%	6,81%
<b>Espérance</b>	0,0046%	-0,0088%	-0,0134%	-0,0139%	-0,0067%
<b>Volatil. jr</b>	1,23%	1,64%	1,67%	1,68%	1,55%

<b>Volatil. an</b>	19,42%	25,90%	26,35%	26,54%	24,50%
<b>Kurtosis</b>	1,74	1,97	1,96	1,95	1,95
<b>Skewness</b>	0,026	-0,002	0,014	0,017	-0,003

Le portefeuille de fonds se distingue de multiple manière. L'amplitude des performances est moindre. L'espérance des rentabilités est la seule à être positive. La volatilité annuelle est également plus faible, inférieure à 20%. Les kurtosis, tous excédentaires à 3, rapportent que les distributions de rentabilités ont toutes, sans exception, des « queues épaisses » : leptokurtiques, elles comprennent trop de données extrêmes par rapport à une distribution aléatoire normale. Les grandes variations de cours surviennent trop souvent sur les marchés financiers qui s'éloignent ainsi nominalement de l'efficience informationnelle. Par contre, les skewness sont diversement positifs et négatifs (cf. annexes 7, 8, 9, 10, 11).

Les coefficients de corrélations entre portefeuilles et indices et entre indices sont tous significatifs au sens du test de Pearson (cf. annexe 5 : « Corrélations des rentabilités quotidiennes des fonds et indices en actions des pays de la zone euro »).

**Tableau 4-10 : Matrice des corrélations des placements euro**

	<b>Ptf euro</b>	<b>DJES 50</b>	<b>DJESSI</b>	<b>DJESSI ex</b>	<b>ASPI</b>
<b>Ptf euro</b>					
<b>DJES 50</b>	0,717***				
<b>DJESSI</b>	0,716***	0,986***			
<b>DJESSI ex</b>	0,714***	0,986***	1,000***		
<b>ASPI</b>	0,733***	0,993***	0,990***	0,989***	

\*\*\* Significatif à 1%

\*\* Significatif à 5%

On note l'extrême proximité des comportements des indices de la famille Dow Jones, qu'ils soient SR ou traditionnel. Une fois encore, le portefeuille de fonds se distingue. L'explication du comportement spécifique du portefeuille de fonds tient à la latitude des gérants dans la gestion des

valeurs. On peut ainsi avancer une explication qui veut qu'au cours de la période courant de la fin de l'année 2000 jusqu'au début de l'année 2003, les gérants ont opté pour une désensibilisation de leurs portefeuilles par rapport aux évolutions des indices, c'est-à-dire qu'ils ont sélectionné des actions à  $\beta$  inférieur à l'unité pour amortir la baisse des marchés.

### 3. 1. 1. 3. Analyse espérance-variance

Pour affiner l'étude, les distributions sont également soumises au test F de Fisher-Snedecor pour les variances et au test t de Student pour les moyennes (cf. annexe 6 : « Tests t des espérances des rentabilités quotidiennes des fonds et indices en actions des pays de la zone euro »). Aucune espérance des rentabilités des placements de la zone euro n'est significativement différente.

**Tableau 4-11 : Test d'égalité des variances des placements de la zone euro**

	Ptf euro	DJES 50	DJESSI	DJESSI ex	ASPI
<b>Ptf euro</b>					
<b>DJES 50</b>	1,7791***				
<b>DJESSI</b>	1,8408***	1,0347			
<b>DJESSI ex</b>	1,8684***	1,0501	1,0149		
<b>ASPI</b>	1,5914***	1,1179**	1,1567***	1,1740***	

\*\*\* Significatif à 1%

\*\* Significatif à 5%

Les tests sur la variance nous permettent de distinguer deux placements. La volatilité du portefeuille euro est significativement différente de celle de tous les indices, qu'ils soient SR ou traditionnels. La variance de l'indice ASPI eurozone est également significativement différente de celle de tous les autres placements. Les indices de la famille Dow Jones ne présentent pas non plus de variances significativement différentes. Le filtrage d'inclusion comme d'exclusion ne semble donc pas avoir d'impact important sur le niveau de risque des indices SR. De même, nous remarquons que la variance de l'indice appliquant le *screening* négatif (DJESSI ex all) n'est pas significativement

différente de celle du DJESSI limitant son filtrage des valeurs au *screening* positif.

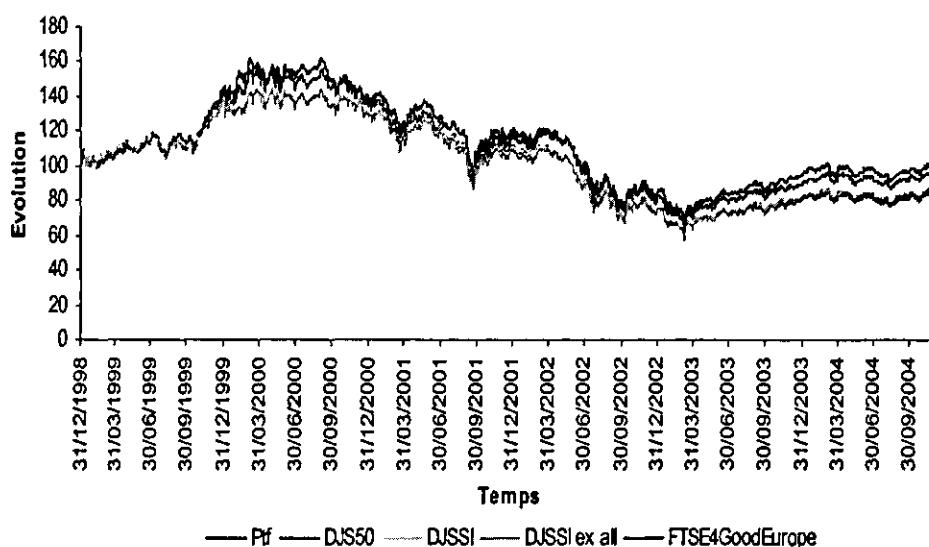
### 3. 1. 2. Les placements européens

Nous précisons les données élémentaires concernant les portefeuilles investis en actions de pays de l'Union Européenne

#### 3. 1. 2. 1. Une évolution baissière

L'étude des distributions des rentabilités logarithmiques indique une évolution globalement baissière des marchés européens sur la période d'analyse.

**Graphique 4-8 : Evolution comparée du portefeuille  
et des indices européens  
(base 100 au 31/12/98)**



Les historiques de rentabilités s'étalent sur près de 6 ans sauf pour le FTSE4Good Europe. Le portefeuille ne fait cette fois pas exception puisque tous les placements, qu'ils soient SR ou traditionnels, enregistrent des pertes

sur la période. Il est donc important de noter que l'étude est caractérisée par une baisse générale de la valeur des placements sur la période d'analyse.

### 3. 1. 2. 1. Statistiques élémentaires

Le traitement sous SPSS 12 des données du portefeuille de fonds et des indices européens nous fournit les résultats suivants (cf. annexe 32 : « Statistiques descriptives de fonds et indices en actions des pays de l'Union Européenne ») :

**Tableau 4-12 : Caractéristiques des placements Europe**

	Ptf Europ	DJS 50	DJSSI	DJSSI ex	Ftse4g <sup>1</sup>
<b>Min</b>	-4,53%	-6,32%	-6,60%	-6,60%	-5,81%
<b>Max</b>	4,58%	6,44%	6,29%	6,44%	6,37%
<b>Espérance</b>	0,000313%	-0,01175%	-0,00898%	-0,00996%	-0,00399%
<b>Volatil. jr</b>	1,02%	1,49%	1,41%	1,43%	1,50%
<b>Volatil. an</b>	16,15%	23,54%	22,31%	22,56%	23,66%
<b>Kurtosis</b>	1,48	1,89	2,06	2,04	2,19
<b>Skewness</b>	-0,027	-0,063	-0,074	-0,066	0,072

<sup>1</sup> Sur 806 données

Le portefeuille de fonds se distingue à nouveau de multiple manière. L'amplitude des performances est moindre pour la performance minimale comme maximale. L'espérance des rentabilités est la seule à être positive. La volatilité annuelle est également plus faible, très inférieure à 20%. Les kurtosis, tous excédentaires à 3, rapportent que les distributions de rentabilités ont toutes, sans exception, des « queues épaisses » : elles sont leptokurtiques (cf. annexes 35, 36, 37, 38 et 39). Les grandes variations de cours surviennent trop souvent sur les marchés financiers qui s'éloignent ainsi nominalement de l'efficience informationnelle. De plus, les skewness sont plus largement négatifs indiquant que les distributions de rentabilité sont plutôt décalées à gauche, vers les valeurs négatives. Seul le FTSE4good Europe fait exception. Il est vrai que son historique plus tardif qui débute en septembre 2001 lui épargne

une grande part de la période baissière qu'ont connu les marchés financiers entre 2000 et 2003.

Les coefficients de corrélations entre portefeuilles et indices et entre indices sont tous significatifs au sens du test de Pearson (cf. annexe 33 : « Corrélations des rentabilités quotidiennes des fonds et indices en actions des pays de l'Union Européenne »).

**Tableau 4-13 : Matrice des corrélations des placements européens**

	Ptf europ	DJS 50	DJSSI	DJSSI ex	Ftse4g <sup>1</sup>
<b>Ptf europ</b>					
<b>DJS 50</b>	0,701***				
<b>DJSSI</b>	0,712**	0,991***			
<b>DJSSI ex</b>	0,711**	0,991***	1,000***		
<b>Ftse4g<sup>1</sup></b>	0,726**	0,987**	0,992***	0,992***	

<sup>1</sup> Sur 806 données

\*\*\* Significatif à 1%

\*\* Significatif à 5%

Les indices de la famille Dow Jones apparaissent ici fortement corrélés : le comportement des indices SR, qu'ils pratiquent le filtrage d'inclusion ou d'exclusion, est proche de celui de l'indice traditionnel. Le portefeuille de fonds apparaît moins corrélé aux indices que les indices entre eux, qu'ils soient SR ou non plus. L'explication du comportement spécifique du fonds de fonds tient également à la latitude des gérants dans la gestion des valeurs en portefeuille. Une explication est identique à celle concernant le comportement du portefeuille de la zone euro. Au cours de la période baissière des marchés financiers, de la fin de l'année 2000 jusqu'au début de l'année 2003, les gérants ont sans doute cherché à désensibiliser leurs positions par rapport aux marchés en surinvestissant dans des entreprises « défensives », dont les titres de capital affichent des  $\beta$  inférieurs à l'unité, pour amortir la baisse des marchés.

### 3. 1. 2. 3. Analyse espérance-variance

Pour affiner l'étude, les distributions sont également soumises au test F de Fisher-Snedecor pour les variances et au test t de Student pour les moyennes (cf. annexe 34 : « Tests t des espérances des rentabilités quotidiennes des fonds et indices en actions des pays de l'Union Européenne »). Aucune espérance des rentabilités des placements européens n'est significativement différente.

**Tableau 4-14 : Test d'égalité des variances des placements européens**

	Ptf Europe	DJS 50	DJSSI	DJSSI ex	Ftse4G
<b>Ptf Europe</b>					
<b>DJS 50</b>	2,1252***				
<b>DJSSI</b>	1,9086***	1,1134**			
<b>DJSSI ex</b>	1,9522***	1,0886	1,0227		
<b>Ftse4G<sup>1</sup></b>	2,1481***	1,0108	1,1254**	1,1003*	

<sup>1</sup> Sur 806 données

\*\*\* Significatif à 1%

\*\* Significatif à 5%

\* Significatif à 10%

Les tests sur les variances comparées deux à deux permettent de distinguer plusieurs placements. Ainsi, la volatilité du portefeuille européen est significativement différente de celle de tous les indices, qu'ils soient SR ou traditionnels. Le DJSSI se différencie également des indices DJS 50 et FTSE4Good Europe. Les variances de ces deux derniers benchmarks, par contre, n'affichent pas de différence significative. Enfin, nous remarquons une fois encore que la variance de l'indice appliquant le *screening* négatif (DJSSI ex all) n'est pas significativement différente de celle du DJSSI utilisant le *screening* positif.

### 3. 1. 3. Analyse des résultats intermédiaires

Les différents placements de la zone euro ou européens ont tous des espérances de rentabilité non significativement différentes. La performance des



indices et portefeuille est donc relativement homogène. Par contre, certaines variances sont significativement différentes. Certains placements offrent donc des rentabilités relativement identiques pour des niveaux de risque distincts.

Ces caractéristiques laissent penser qu'un investisseur peut, pour une même espérance de rentabilité, supporter un risque moindre en achetant les portefeuilles ou certains indices SR. S'ouvre la possibilité, par un choix judicieux, de sélectionner les placements aussi performants que les autres mais moins risqués. En d'autres termes, un gérant peut surperformer le marché. Directement en rupture avec la théorie financière moderne, plusieurs hypothèses émises dans des travaux antérieurs refont surface :

- Investir dans les indices SR tels que l'ASPI eurozone et le DJSSI permet-il de battre le marché représenté par les indices traditionnels DJES 50 et DJS 50 (H3) ?
- En outre, la valeur des gérants serait-elle positive, avec une surperformance par rapport aux indices traditionnels (H4) ?
- Enfin, les fonds éthiques feraient-ils mieux que les indices de même nature (H5) ?
- Par contre, il semble que l'on s'oriente vers le rejet de H8.

## 3. 2. Les modèles financiers

Nous utilisons les outils financiers pour valider ou rejeter les hypothèses énoncées ci-dessus.

### 3. 2. 1. La frontière efficiente

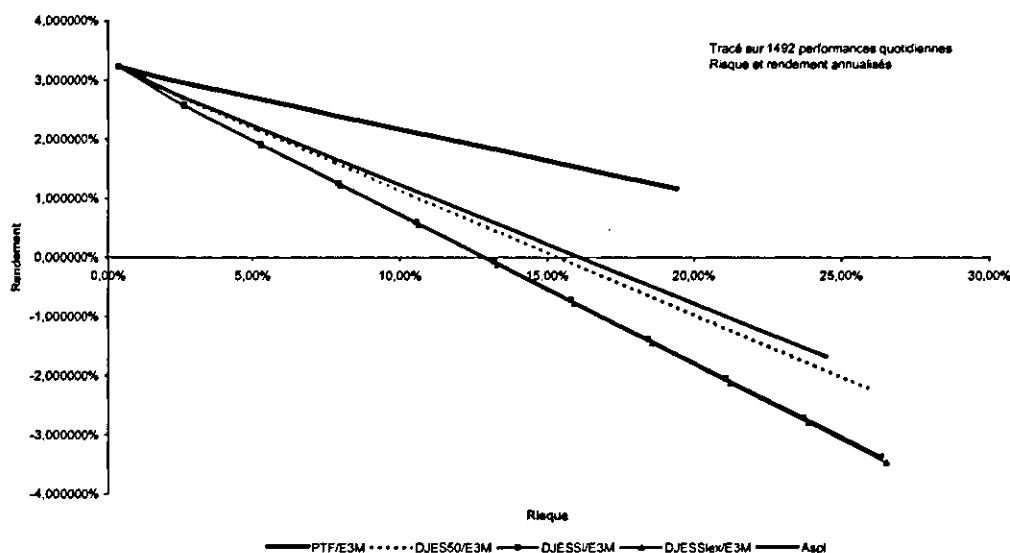
Nous construisons les frontières efficientes des placements de la zone euro et européens.

### 3. 2. 1. 1. Les placements de la zone euro

La construction d'une frontière efficiente nécessite de disposer de plusieurs paramètres qui sont l'espérance et la variance des rentabilités pour chacun des actifs, au nombre de deux au minimum. Il est également nécessaire de connaître le coefficient de corrélation.

Nous obtenons pour les placements de la zone euro la figure qui suit.

**Graphique 4-9 : Frontières efficientes des portefeuille et indices euro**



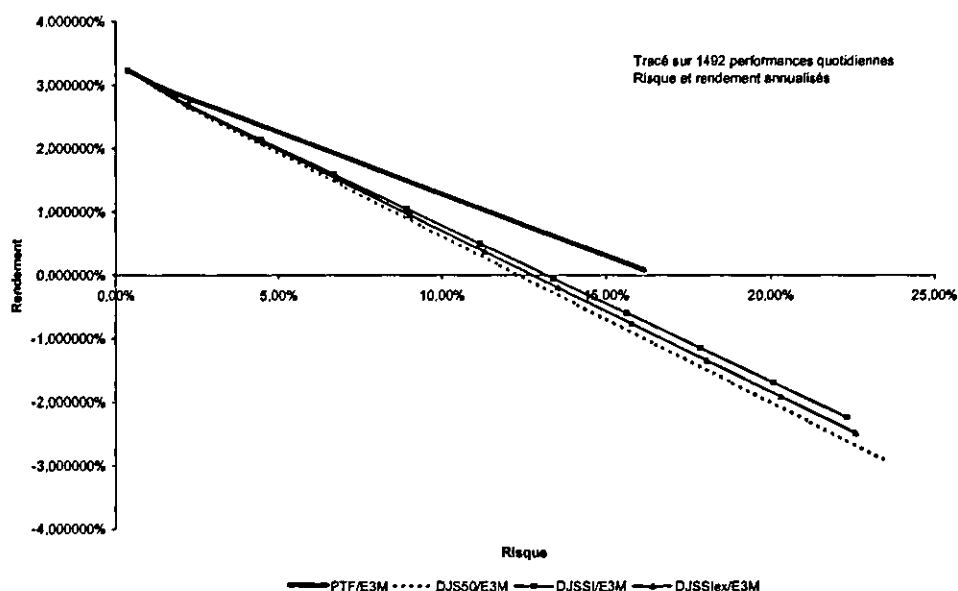
Cette configuration originale appelle quelques explications. En effet, il est courant de construire des frontières efficientes courbes. Or, elles sont ici très proches de la droite parfaite car le coefficient de corrélation des rentabilités des portefeuille et indices en actions et des spreads du taux Euribor 3 Mois est très faible (5,40% pour le fonds de fonds et moins de 3% pour les indices). Egalement, les frontières efficientes sont généralement croissantes avec le risque. Dans ce cas, elles affichent la caractéristique inverse : plus le risque est élevé, plus la rentabilité proposée est faible. Ceci rappelle que l'analyse se penche sur une période 1999-2004 marquée par une hausse des cours en 1999 et une partie de 2000, un recul important sur la période 2001-2002 et une reprise à partir de 2003.

Pour la zone euro, au vu des résultats donnés par la frontière efficiente, les hypothèses H4 et H5 sont validées. En effet, il apparaît que le fonds de fonds surperforme nettement les indices qu'ils soient SR ou traditionnels. Par contre, pour H3 et H8, les conclusions sont plus nuancées. Pour H3, si l'ASPI eurozone surperforme le DJES 50, celui-ci, par contre, surclasse les DJESSI et DJESSI ex all. Seul un léger écart sépare le DJESSI du DJESSI ex all. Le *screening* négatif semble donc plus pénalisant que le *screening* positif : H8 est plutôt validé.

### 3. 2. 1. 2. Les placements européens

La construction de la frontière efficiente des placements européens nous permet d'obtenir le graphique suivant :

**Graphique 4-10 : Frontières efficientes des portefeuilles et indices européens**



Les résultats obtenus présentent les mêmes caractéristiques que les placements de la zone euro. Les frontières sont des quasi-droites car les coefficients de corrélation des rentabilités des fonds et indices avec les spreads de taux sont faibles : 8,40% pour le FTSE4Good Europe, 4,80% pour le fonds de fonds et moins de 2% pour les autres indices. De plus, les frontières

efficaces sont décroissantes avec le risque. La période d'analyse est marquée par le recul des marchés d'actions en 2001-2002. A l'instar du portefeuille de la zone euro, le portefeuille européen surperforme largement les autres placements en étant le seul à afficher une performance brute positive : H4 et H5 sont validées. Seuls trois indices sont représentés, la construction de la frontière efficiente du FTSE4Good Europe étant biaisée par un historique de valeurs plus court. Ainsi, les indices SR et traditionnel Dow Jones sont relativement proches. Le DJS50 sous-performe les DJSSI et DJSSI ex all : H3 semble être validée. La hiérarchie entre ces deux derniers semble se confirmer : comme pour les DJESSI et DJESSI ex all, l'indice qui pratique le *screening* négatif est battu par celui qui utilise le *screening* positif. H8 semble donc validé une nouvelle fois au profit du *screening* positif.

Toutefois, au-delà de ces résultats contrastés, la frontière efficiente souffre, nous semble-t-il, d'une limite importante. En effet, cette méthodologie se fonde sur trois paramètres – l'espérance, la variance et le coefficient de corrélation – calculés sur une période de référence. Le chercheur ne dispose donc, en définitive, que de trois données statiques, sommant, résumant un processus stochastique plus complexe, gommant les aspérités et les accidents. Ces données sont donc peu propices à une étude fine car elles ne permettent pas de retracer le comportement dynamique des instruments financiers, la construction de leur performance à *travers le temps*. Cette critique appelle ainsi d'autres tests confirmatoires embrassant l'évolution des portefeuilles et indices sur toute la période de référence. Pour cela, nous allons utiliser les autres outils : la droite de marché, le ratio de Sharpe, l'indice de Treynor et l' $\alpha$  de Jensen ainsi que le ratio d'information.

### 3. 2. 2. La droite de marché

Le modèle de marché proposé par Sharpe est une régression linéaire qui explique les rentabilités d'un actif par les évolutions d'un indice de référence, représentatif de la tendance de marché.

### 3. 2. 2. 1. Les placements de la zone euro

La première série de régressions explique les performances du fonds de fonds de la zone euro par le comportement des indices SR et traditionnel (cf. annexes 12, 13, 14 et 15).

**Tableau 4-15 : Modèle de marché du portefeuille de la zone euro**

	$\alpha$	t	$\beta$	t	F	$r^2$
<b>DJESS0</b>	0,009396%	0,424	0,537	39,684	1574,84	0,514
<b>DJESSI</b>	0,011748%	0,529	0,528	39,623	1569,99	0,513
<b>DJESSI ex</b>	0,011888%	0,533	0,522	39,313	1545,49	0,509
<b>ASPI</b>	0,008555%	0,395	0,581	41,586	1729,43	0,537

Les enseignements recueillis sont riches. La régression est pertinente au sens du test F de Fischer-Snédecour. Le test de Durbin Watson permet de prouver que les résidus standardisés de toutes les modélisations suivent une loi normale. Deux éléments orientent notre analyse que les gérants ont, au cours de la période, cherché à désensibiliser leurs positions dans un contexte de baisse des marchés. D'une part, Les coefficients de détermination ( $r^2$ ) indiquent que le marché explique à chaque fois un peu plus de 50% du risque total du portefeuille de fonds. La part du risque spécifique, non expliqué par les indices, est donc assez élevée. D'autre part, les  $\beta$ , significatifs au sens du test t de Student, montrent que le portefeuille, quelque soit l'indice de référence, est très défensif puisqu'il ne répercute qu'un peu plus de la moitié de la tendance du marché. Enfin, les  $\alpha$  qui évaluent la valeur ajoutée du gérant sont tous positifs. Toutefois, aucun d'entre eux n'est significativement explicatif de la performance du portefeuille. La valeur du gérant est donc nulle conformément aux prédictions de la théorie de l'efficience. Ceci induit que le fonds de fonds ne surperforme par le marché puisque nous sommes dans l'incapacité de mettre en évidence une création de valeur non expliquée par le marché, qu'il soit représenté par un benchmark SR ou traditionnel. Au sens de la DDM, les hypothèses H4 et H5 sont donc rejetées : la performance ajustée au risque des

fonds SR de la zone euro n'est pas significativement différente de celle des indices SR ou traditionnels.

La deuxième série de régressions explique les performances des indices SR de la zone euro par le comportement de l'indice traditionnel DJES50 (cf. annexes 16, 17 et 18).

**Tableau 4-16 : Modèle de marché des indices SR de la zone euro**

	$\alpha$	t	$\beta$	t	F	$r^2$
<b>DJESSI</b>	-0,004588%	0,641	1,003	229,697	52760,88	0,973
<b>DJESSI ex</b>	-0,004945%	0,676	1,010	226,077	51110,70	0,972
<b>ASPI</b>	0,001572%	0,328	0,939	321,258	103206,67	0,986

Référence : DJES 50

La régression est pertinente au sens du test F de Fischer-Snédecor. Le test de Durbin Watson indique que les résidus standardisés de toutes les modélisations suivent une loi normale. Les indices SR marquent tous une forte proximité avec le DJES50. En effet, les  $\beta$  sont proches de l'unité surtout pour les benchmarks de la famille Dow Jones. De plus, les coefficients de détermination sont également proches de l'unité : le risque total des indices SR est donc très largement expliqué par le DJES50. La sélection de valeurs sur des critères sociaux et environnementaux ne semble donc pas peser sur la construction des indices SR. Ainsi, les  $\alpha$  qui évaluent ici la valeur ajoutée des critères extrafinanciers sont diversement positifs et négatifs mais aucun n'est statistiquement significatif. Ceci induit que les indices SR ne surperforment pas, par leur sélection extrafinancière, le marché. L'hypothèse H3 est donc rejetée : la performance ajustée au risque des indices SR de la zone euro n'est pas significativement différente de celle de l'indice traditionnel.

Enfin, pour tester H8, nous expliquons le comportement du DJESSI ex all par les rentabilités du DJESSI (cf. annexe 19 « Régression linéaire du DJESSI ex all - Indice de référence : DJESSI »).

**Tableau 4-17 : Modèle de marché de l'indice SR « ex all » de la zone euro**

	$\alpha$	t	$\beta$	t	F	$r^2$
DJESSI ex	-0,0003%	0,301	1,007	1566,25	2453141,2	0,999

Référence : DJESSI

Le test de Fisher, le coefficient de détermination et le  $\beta$  indiquent que le comportement du DJESSI ex all est très proche de celui du DJESSI. En effet, l'indice pratiquant le *screening* négatif affiche un  $r^2$  très proche de l'unité. Le risque spécifique, non expliqué par l'indice de référence, est donc très faible. L' $\alpha$  est négatif mais il n'est pas statistiquement significatif. Le  $\beta$  est également très proche de l'unité indiquant que le DJESSI ex all reproduit particulièrement bien les évolutions du DJESSI. L'exclusion de l'univers d'investissement des firmes dont l'activité peut être considérée comme nocive pour l'activité, la vie ou la santé de l'Homme n'impacte donc pas fortement la performance du DJESSI ex all : l'hypothèse H8 est rejetée.

### 3. 2. 2. 2. Les placements européens

Cette régression explique les performances du fonds de fonds européens par le comportement des indices SR et traditionnel (cf. annexes 40, 41, 42 et 43).

**Tableau 4-18 : Modèle de marché du portefeuille européen**

	$\alpha$	t	$\beta$	t	F	$r^2$
DJS 50	0,005963%	0,316	0,481	37,970	1441,74	0,492
DJSSI	0,004939%	0,266	0,515	39,101	1528,86	0,506
DJSSI ex	0,005319%	0,289	0,509	38,98	1519,91	0,505
Ftse4G <sup>1</sup>	0,008833%	0,341	0,519	29,952	897,109	0,527

<sup>1</sup> Sur 806 données

La régression linéaire est pertinente au sens du test F de Fischer-Snédecor. Le test de Durbin Watson indique que les résidus standardisés de toutes les modélisations suivent une loi normale. A nouveau, il apparaît que les gérants ont cherché à désensibiliser leurs fonds de la tendance générale du

marché. Ainsi, les coefficients de détermination ( $r^2$ ) indiquent que le marché explique à chaque fois autour de 50% du risque total du portefeuille. Le risque spécifique représente pour l'essentiel plus de 50% du risque total. Les  $\beta$ , significatifs au sens du test t de Student et tous inférieurs à 0,52, montrent que le portefeuille, quel que soit l'indice de référence, est très défensif. De plus, la valeur ajoutée des gérants est nulle puisque les  $\alpha$ , bien que positifs, sont tous non significatifs. Ainsi, le portefeuille ne surperforme par le marché puisque nous sommes dans l'incapacité de mettre en évidence une création de valeur non expliquée par le marché, qu'il soit représenté par un benchmark SR ou traditionnel. Les hypothèses H4 et H5 sont donc rejetées : la performance ajustée au risque des fonds SR investis en valeurs européennes n'est pas significativement différente de celle des indices SR ou traditionnels.

La deuxième série de régressions explique les performances des indices SR européens par le comportement de l'indice traditionnel DJS50 (cf. annexes 44, 45 et 46).

**Tableau 4-19 : Modèle de marché des indices SR européens**

	$\alpha$	t	$\beta$	t	F	$r^2$
<b>DJSSI</b>	0,002055%	0,429	0,940	292,032	85282,70	0,983
<b>DJSSI ex</b>	0,001200%	0,249	0,950	293,528	86158,73	0,983
<b>Ftse4g<sup>1</sup></b>	0,007810%	0,938	0,949	177,452	31489,33	0,975

<sup>1</sup> Sur 806 données

Référence : DJS 50

La régression est pertinente au sens du test F de Fischer-Snédecor. Le test de Durbin Watson indique que les résidus standardisés de toutes les modélisations suivent une loi normale. Les DJSSI, DJSSI ex all et FTSE4Good Europe marquent tous une forte proximité avec le DJS50. En effet, les  $\beta$  sont assez proches de l'unité, à 0,95. De plus, les coefficients de détermination sont également proches de l'unité : le risque total des indices SR est donc très largement expliqué par le DJES50. Le risque spécifique est réduit à la portion congrue puisqu'il ne représente guère plus de quelques points. La sélection de titres sur des critères sociaux et environnementaux ne semble donc pas peser



fortement sur la construction des indices SR européens. Ainsi, les  $\alpha$  qui évaluent ici la valeur ajoutée des critères extrafinanciers sont tous positifs mais aucun n'est significatif. Ceci induit que les indices SR ne surperforment pas, par leur sélection extrafinancière, le marché. L'hypothèse H3 est encore rejetée : la performance ajustée au risque des indices SR européens n'est pas significativement différente de celle de l'indice traditionnel.

Enfin, pour tester H8, nous expliquons le comportement du DJSSI ex all par les rentabilités du DJSSI (cf. annexe 47 : « Régression linéaire du DJSSI ex all - Indice de référence : DJSSI »).

**Tableau 4-20 : Modèle de marché de l'indice SR « ex all » européen**

	$\alpha$	t	$\beta$	t	F	$r^2$
DJSSI ex	-0,0008%	0,867	1,011	1401,99	1965570,2	0,999
Référence : DJSSI						

Le test de Fisher, le coefficient de détermination et le  $\beta$  indiquent que le comportement du DJSSI ex all est très proche de celui du DJSSI. En effet, l'indice pratiquant le *screening* d'exclusion affiche un  $r^2$  très proche de l'unité. Le risque spécifique, non expliqué par l'indice de référence, est donc très faible. L' $\alpha$  est négatif mais il n'est pas statistiquement significatif. Le  $\beta$  est également très proche de l'unité indiquant que le DJSSI ex all reproduit particulièrement bien les évolutions du DJSSI. L'exclusion de l'univers d'investissement des entreprises exerçant des activités considérées comme nuisibles à l'Homme n'impacte donc pas fortement la performance du DJSSI ex all : l'hypothèse H8 est rejetée.

Globalement, le modèle de marché fournit quatre résultats grâce à la mise en évidence d' $\alpha$  non significativement différents de zéro :

- Les portefeuilles équipondérés de fonds SR n'affichent pas de sur ou de sous-performance par rapport aux indices traditionnels, H4 est donc rejetée ;

- Il en est de même quand les OPCVM sont comparées aux indices SR : investir dans des fonds SR ne permet donc pas, à risque égal, de surperformer le marché, H5 est donc rejetée ;
- En terme de rentabilité ajustée au risque, les indices SR ne font ni mieux ni moins bien que les indices financiers, H3 est donc rejetée ;
- Plus spécifiquement, le *screening* négatif n'apparaît ni destructeur ni créateur de valeur par rapport au *screening* positif. H8 est rejetée.

### 3. 2. 3. Les ratios financiers

Le modèle de marché infirmant les premiers résultats obtenus par la construction des frontières efficientes, nous devons procéder à une analyse confirmatoire en utilisant les mesures de la performance que sont les ratios de Sharpe, de Treynor et d'information et l' $\alpha$  de Jensen. Pour tenir compte des évolutions de la volatilité et de l'instabilité du  $\beta$  dans le temps, nous procéderons aux mêmes calculs sur des périodes glissantes de 20 jours.

#### 3. 2. 3. 1. Les placements de la zone euro

Le ratio de Sharpe est un indicateur qui permet une comparaison directe entre les actifs cotés.

**Tableau 4-21 : Sharpe du portefeuille et des indices SR de la zone euro**

	Ptf euro	DJES 50	DJESSI	DJESSI ex	ASPI
<b>Sharpe</b>	-0,34%	-1,07%	-1,33%	-1,35%	-1,00%
<b>Sharpe glissant</b>	-0,41%	-0,88%	-1,09%	-1,10%	-0,78%

Le recul des marchés d'actions sur la période d'analyse s'illustre ici par des Sharpe négatifs : compte-tenu du risque, les placements de la zone euro détruisent tous de la valeur au sens de la théorie financière moderne puisqu'ils ne rémunèrent pas correctement le risque. Toutefois, la hiérarchie des placements est difficile à établir. En effet, les ratios de Sharpe historiques sont largement contredits par les mesures sur données glissantes. Les premiers

ratios, nommés « Sharpe », sont les espérances des rapports des rentabilités des actifs en excès du taux sans risque à la date  $t$  sur la volatilité historique telle que présentée dans les statistiques descriptives. Les seconds ratios, intitulés « Sharpe glissant », sont les moyennes des rapports entre rentabilités des portefeuilles et indices en excès du taux E3M et volatilité glissante sur 20 jours. Les tests de Student sur les moyennes et de Wilcoxon sur les rangs ne permettent pas de mettre en évidence d'éventuels écarts substantiels : les performances ajustées au risque, mesurées par le ratio de Sharpe, des placements de la zone euro ne sont pas significativement différentes (cf. annexes 20, 21, 22 et 23). H3, H4, H5 et H8 sont donc toutes rejetées.

Les ratios de Treynor et les  $\alpha$  de Jensen des placements la zone euro sont placés dans les deux tableaux qui suivent.

**Tableau 4-22 : Ratios de Treynor et  $\alpha$  de Jensen des placements de la zone euro**

	Ptf euro	DJES 50	DJESSI	DJESSI ex	ASPI
<b>Treynor</b>	-0,0078%	-0,0177%	-0,0222%	-0,0225%	-0,0166%
<b>Treynor glissant</b>	-0,0863%	-0,0212%	-0,0241%	-0,0247%	-0,0204%
<b>Jensen</b>	0,0053%	0,0000%	-0,0046%	-0,0049%	-0,0010%
<b>Jensen glissant</b>	-0,0100%	0,0000%	-0,0021%	-0,0027%	-0,0007%

Référence : DJES 50

Les mesures, nommées « Treynor », sont les espérances des rapports des rentabilités des actifs en excès du taux sans risque à la date  $t$  sur une mesure statique des  $\beta$ , calculés pour chaque actif, sur la totalité de la période d'étude. Les seconds ratios, intitulés « Treynor glissant », sont les moyennes des rapports entre rentabilités des portefeuilles et indices en excès du taux E3M et  $\beta$  glissant sur vingt jours. Les « Jensen » présentent les espérances des écarts entre la rentabilité constatée des actifs à la date  $t$  et leur rentabilité prédite par le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) utilisant un  $\beta$  calculé sur la totalité de la période d'étude. Enfin, les « Jensen glissant » sont les moyennes des écarts entre les rentabilités quotidiennes d'un actif à une date

donnée et son évolution attendue par le MEDAF utilisant un  $\beta$  variable, calculé sur les vingt dernières cotations connues. Les performances du portefeuille sont d'abord analysées en prenant pour référence l'indice traditionnel. Pour la même raison que citée précédemment, les indices de Treynor sont négatifs : l'investissement dans les fonds et indices en actions, qu'ils soient SR ou non, a enregistré des pertes sur la période. A l'instar du ratio de Sharpe, les hiérarchies de performance sont difficiles à établir. Par exemple, le Treynor historique du portefeuille de fonds semble mieux se comporter. L'éclairage fourni par son Treynor glissant est tout autre : le fonds de fonds semble particulièrement pénalisé. Les tests statistiques sur les mesures statiques ou dynamiques ne mettent pas en évidence d'écarts significatifs entre les ratios. Le ratio de Treynor ne permet pas de constater d'éventuelles disparités de performances entre d'une part, les portefeuilles et indices SR, et d'autre part, les indices traditionnels (cf. annexes 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30 et 31). Il en est de même pour l' $\alpha$  de Jensen qui n'est pas statistiquement différent de zéro. Les hypothèses H3 et H4 sont donc rejetées : la performance ajustée au risque des fonds et indices SR n'est pas significativement différente de celle d'un indice traditionnel.

Pour analyser l'hypothèse H5 qui postule que la performance des fonds SR est différente de celle des indices de même nature, nous calculons également le Treynor du portefeuille en prenant pour référence différents indices SR (annexe 24 « Tests t des ratios de Treynor historiques », annexe 25 « Tests de Wilcoxon des ratios de Treynor historiques », annexe 26 « Tests t des ratios de Treynor glissants » et annexe 27 « Tests de Wilcoxon des ratios de Treynor glissants »).

**Tableau 4-23 : Ratio de Treynor et  $\alpha$  de Jensen du portefeuille de la zone euro**

	Treynor	Treynor glissant	Jensen	Jensen glissant
<b>Ptf</b>	-0,0080%	-0,0813%	0,0076%	-0,0050%
<b>DJESSI</b>	-0,0223%	-0,0245%	0,0000%	0,0000%
<b>Ptf</b>	-0,0081%	-0,0825%	0,0077%	-0,0044%

<b>DJESSI ex</b>	-0,0227%	-0,0247%	0,0000%	0,0000%
<b>Ptf</b>	-0,0072%	-0,0762%	0,0048%	-0,0100%
<b>ASPI</b>	-0,0156%	-0,0181%	0,0000%	0,0000%

Référence : indices SR

Les indices de Treynor du portefeuille de fonds SR de la zone euro sont tous négatifs. Les Treynor historiques semblent indiquer que le fonds de fonds est plus performant que les indices SR. Toutefois, cette caractéristique est immédiatement contredite par les Treynor glissants qui font apparaître le portefeuille comme un placement battu par les benchmarks SR. Il en est de même des  $\alpha$  historiques de Jensen qui orientent l'analyse vers une surperformance du portefeuille alors que les  $\alpha$  de Jensen glissants affirment l'inverse. En fait, les tests t de Student et de Wilcoxon sur les rangs ne permettent pas de mettre en évidence d'écarts substantiels entre les placements. L'hypothèse H5 est donc invalidée : la performance ajustée au risque des fonds SR n'est pas significativement différente de celle des indices SR.

*Last but not least*, le ratio d'information est une mesure directe de la valeur du gérant.

**Tableau 4-24 : Ratio d'information des placements de la zone euro**

	<b>DJES 50</b>	<b>DJESSI</b>	<b>DJESSI ex</b>	<b>ASPI</b>
<b>IR ptf an</b>	18,64%	24,60%	24,88%	16,99%
<b>T (année)</b>	110,53	63,48	62,03	133,03
<b>IR djessi</b>	-26,42%			
<b>T (année)</b>	55,03			
<b>IR djessi ex</b>	-28,12%			
<b>T (année)</b>	48,56			
<b>IR ASPI</b>	15,89%			
<b>T (année)</b>	152,23			

Référence : indices traditionnels et SR

Le ratio d'information du portefeuille, quelque soit l'indice de référence, est positif. Il semble donc que le *trading* actif des valeurs effectué

par les gérants, notamment sur des critères extrafinanciers, soit créateur de valeur pour l'épargnant. Cependant, cette première impression ne résiste guère au test t de Student : dans un intervalle de confiance de 95%, les gérants doivent poursuivre leur surperformance pendant plusieurs décennies encore avant d'être statistiquement significatives. Le ratio d'information des DJESSI et DJESSI ex all est par contre négatif : les erreurs de *tracking* des indices SR par rapport au DJES 50 détruisent de la valeur. Cependant, ces erreurs ne sont pas significatifs au sens du test t de Student puisqu'il faudrait que la situation perdure pendant cinq décennies pour être significative. Enfin, l'écart positif de l'ASPI eurozone n'est également pas significatif. On peut donc conclure que H4 et H5 sont rejetées.

### 3. 2. 3. 2. Les placements européens

Le calcul des ratios de Sharpe des placements européens donne des résultats similaires.

**Tableau 4-25 : Sharpe du portefeuille et des indices SR européens**

	Ptf Europ	DJS 50	DJSSI	DJSSI ex	Ftse4g <sup>1</sup>
<b>Sharpe</b>	-0,83%	-1,38%	-1,26%	-1,32%	-0,75%
<b>Sharpe glissant</b>	-1,72%	-2,01%	-1,76%	-1,86%	-1,62%

<sup>1</sup> Sur 806 données

Les indicateurs sont tous négatifs : les marchés d'actions ont détruit de la valeur pour les actionnaires sur la période qui va de 1999 à 2004. Il est difficile d'établir une hiérarchie des placements puisque l'ordre donné par les Sharpe historiques est infirmé par celui proposé par les Sharpe glissants. Les tests de Student sur les moyennes et de Wilcoxon sur les rangs ne permettent pas de constater d'éventuels écarts importants : les performances ajustées au risque, mesurées par le ratio de Sharpe, des placements européens ne sont pas significativement différentes (cf. annexes 48, 49, 50 et 51). Les hypothèses H3, H4, H5 et H8 sont donc toutes rejetées. Au vu de ces résultats convergents où les Sharpe historiques et glissants des DJESSI et DJSSI ne sont pas significativement différents de ceux du DJESSI ex all et DJSSI ex all et de la

quasi-identité du comportement des indices SR Dow Jones, nous considérons comme acquis le résultat que le *screening* négatif tel qu'appliqué par la société d'information financières Stox, fondé sur l'exclusion des titres émis par des entreprises liées aux secteurs de l'alcool, du jeu, du tabac et de l'armement, n'introduit guère de comportements et de performances significativement différents par rapport aux indices de la même famille pratiquant un filtrage d'inclusion.

Les mesures de performances étudiées sont également le ratio de Treynor et l' $\alpha$  de Jensen (cf. annexes 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58 et 59)

**Tableau 4-26 : Ratios de Treynor et  $\alpha$  de Jensen des placements européens**

	Ptf europ	DJS 50	DJSSI	DJSSI	Ftse4g <sup>1</sup>
	ex				
<b>Treynor</b>	-0,0178%	-0,0206%	-0,0190%	-0,0198%	-0,0119%
<b>Treynor glissant</b>	-0,0288%	-0,0227%	-0,0207%	-0,0214%	-0,0253%
<b>Jensen</b>	-0,0014%	0,0000%	-0,0015%	0,0008%	0,0074%
<b>Jensen glissant</b>	-0,0014%	0,0000%	0,0019%	0,0014%	0,0073%

<sup>1</sup> Sur 806 données

Référence : DJS 50

Tous les Treynor sont négatifs. Pourtant, les tests t de Student sur les moyennes et de Wilcoxon sur les rangs ne permettent pas de mettre en évidence d'écarts significatifs. Les performances des fonds et indices SR sont donc relativement homogènes par rapport à l'indice traditionnel DJS 50. H3 et H4 sont donc rejetées.

Le portefeuille de fonds investis en valeurs européennes est l'objet d'une attention particulière (annexes 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58 et 59).

**Tableau 4-27 : Ratio de Treynor et  $\alpha$  de Jensen du portefeuille européen**

	Treynor	Treynor glissant	Jensen	Jensen glissant
<b>Ptf</b>	-0,0166%	-0,0230%	-0,0006%	-0,0013%
<b>DJSSI</b>	-0,0178%	-0,0199%	0,0000%	0,0000%
<b>Ptf</b>	-0,0168%	-0,0212%	-0,0010%	-0,0020%
<b>DJSSI ex</b>	-0,0188%	-0,0208%	0,0000%	0,0000%
<b>Ptf</b>	0,0010%	-0,0546%	0,0053%	-0,0082%
<b>Ftse4g<sup>1</sup></b>	-0,0113%	-0,0235%	0,0000%	0,0000%

<sup>1</sup> Sur 806 données

Référence : indices SR

Les indicateurs sont diversement positifs et négatifs. Pour autant, aucune surperformance ou sous-performance ne peut être détectée par les tests t de Student et de Wilcoxon sur les rangs. L'hypothèse H5 est donc une nouvelle fois rejetée.

Enfin, nous procédons à la détermination du ratio d'information des placements européens.

**Tableau 4-28 : Ratio d'information des placements européens**

	DJS 50	DJSSI	DJSSI ex	Ftse4g <sup>1</sup>
<b>IR ptf an</b>	17,96%	14,82%	16,18%	16,52%
<b>T (année)</b>	119,12	174,90	146,77	140,70
<b>IR djssi</b>	21,26%			
<b>T (année)</b>	85,01			
<b>IR djssi ex</b>	14,09%			
<b>T (année)</b>	193,49			
<b>IR ftse4g<sup>1</sup></b>	53,61%			
<b>T (année)</b>	13,37			

<sup>1</sup> Sur 806 données

Référence : indices traditionnels et SR

A l'inverse des placements de la zone euro, le *trading* actif des fonds et indices semble créateur de valeur : tous les IR sont positifs. Pour autant, même



si les IR s'étaient de +14% par an à +53%, les données ne sont guère significatives à 5% d'erreur au sens du test t de Student. La valeur du gérant n'est significative que si elle est constatée, dans le meilleur des cas, sur une période d'analyse de près de 13 ans pour le Ftse4good Europe qui ne compte ici que 806 données et plus de 48 ans pour le DJES 50, sur la base de 1492 rentabilités quotidiennes.

## Conclusion partielle

L'objectif de cette recherche est d'insérer la question de la performance des fonds et indices SR dans le contexte français des OPCVM investis en actions de pays de la zone euro et de pays de l'Union Européenne. La revue de littérature a permis de cerner trois points particulièrement débattus. Pour chacun d'entre eux, nous sommes en mesure de présenter des avancées.

**Tableau 4-29 : Récapitulatif de l'analyse de la performance**

	H3	H4	H5	H8
<b>Espérance/variance</b>	Validation partielle	Validation	Validation	Rejet
<b>Frontière efficiente</b>	Validation partielle	Validation	Validation	Validation partielle
<b>Droite de marché</b>	Rejet	Rejet	Rejet	Rejet
<b>Ratio de Sharpe</b>	Rejet	Rejet	Rejet	Rejet
<b>Ratio de Treynor</b>	Rejet	Rejet	Rejet	-
<b><math>\alpha</math> de Jensen</b>	Rejet	Rejet	Rejet	-
<b>Ratio d'information</b>	Rejet	Rejet	Rejet	-

Cependant, au vu des réserves méthodologiques qui peuvent être émises à l'encontre de l'approche espérance/variance et celle de la frontière efficiente dans l'analyse de la performance de fonds et indices de marché, nous concluons sur la base des modèles et outils financiers les plus solides que sont la DDM, les ratios de Sharpe, de Treynor, d'information et l'  $\alpha$  de Jensen :

- La performance des indices SR (DJESSI, DJESSI ex all et ASPI pour la zone euro et DJSSI, DJSSI ex all et Ftse4Good Europe pour l'Europe occidentale) n'est pas significativement différente de celle des indices traditionnels (DJES 50 et DJS 50) : H3 est donc rejetée ;
- La performance des fonds SR (deux portefeuilles équipondérés de 14 OPCVM chacun) n'est pas significativement différente de celle des indices traditionnels : H4 est donc rejetée ;

- La performance des fonds SR n'est pas significativement différente de celle des indices de même nature : H5 est donc rejetée ;
- Enfin, la performance des indices utilisant des critères d'exclusion (DJESSI ex all et DJSSI ex all) n'est pas significativement différente de celle des indices SR n'utilisant que des critères d'inclusion : H8 est donc rejetée.

Cette étude ne valide pas une sous ou une surperformance des fonds et indices SR par rapport aux OPCVM et indices traditionnels. Investir dans des véhicules de placements collectifs ou suivre une stratégie passive prenant pour référence un indice SR ne semble pas un choix ni particulièrement créateur ni particulièrement destructeur de valeur pour l'épargnant par rapport au marché représenté par un indice traditionnel. Avocats comme adversaires de l'ISR sont ainsi renvoyés dos à dos. Cependant, deux lectures de ces résultats peuvent être formulées. La première tient de la théorie financière moderne assise sur la théorie de l'efficacité des marchés. Ainsi, il est mis en évidence que les gérants de fonds SR ne surperforment ni ne sous-performent significativement le marché. La notation sociale ne paraît pas constituer une information à valeur ajoutée de nature à donner à l'investisseur un avantage sur le marché pour acheter les titres sous-évalués et vendre ceux qui sont sur-évalués. La mesure de la RSE des entreprises apparaît donc, au mieux, comme une donnée déjà intégrée dans les cours boursiers et, au pire, inutile dans la compréhension par les investisseurs du processus de formation des prix des actifs cotés sur les marchés financiers de la zone euro et d'Europe. L'efficacité au sens semi-forte telle que définie par Eugène Fama<sup>357</sup> semble donc confirmée.

Une seconde lecture possible tient au cadre analytique que nous avons formulé dans les premiers chapitres de cette étude. A travers l'analyse de la performance des fonds et indices SR de la zone euro et européens, c'est la dimension pragmatique de la légitimité, en direction de la stratégie actionnariale, du noyau stratégique que nous avons cherché à tester. Les résultats obtenus indiquant que les placements SR ne surperforment pas le marché, on peut donc

---

<sup>357</sup> Cf. Eugène F. Fama, *op. cit.*, 1970, p. 383-417

conclure que les efforts de légitimation des dirigeants et des contrôleurs ne s'orientent pas vers une augmentation de la rémunération des capitaux investis par les actionnaires non contrôleurs. La gouvernance inspirée par la RSE ne crée donc pas plus de valeur actionnariale que le gouvernement d'entreprise défini de manière plus traditionnelle.

## CONCLUSION GENERALE

Le gouvernement d'entreprise est un jeu de relations financières, économiques, sociales et sociétales de plus en plus complexes. La revue de littérature sur la théorie des parties prenantes montre que la représentation de l'entreprise s'enrichit progressivement pour intégrer un nombre croissant d'acteurs qui concourent à la définition et à la réalisation du projet stratégique. L'attention du dirigeant se partage entre les actionnaires, qu'ils soient contrôlares ou investisseurs, mais également entre les partenaires primaires que sont les salariés, les fournisseurs, les créanciers et les clients, et les partenaires secondaires tels que la société civile et le milieu naturel. Cependant, cette vision élargie de la gouvernance est critiquée par la théorie de l'agence qui lui reproche de décrire une complexité sans donner au manager les moyens de son action. Ainsi, alors que la théorie de l'agence pose que le consensus dans l'objectif ultime de la firme est défini par la maximisation de la valeur actionnariale, la théorie des parties prenantes n'indique pas le moyen d'établir un compromis entre des intérêts et des influences diverses, parallèles voire contradictoires.

Face à cette complexité, l'enjeu de cette recherche est de poser un modèle global décrivant les interactions développées entre les acteurs au sein de l'entreprise et à ses frontières. Nous décomposons ainsi les partenaires impliqués ou concernés par l'activité productive en trois catégories que nous nommons « strates ». La première comprend le dirigeant et les actionnaires qui sont les apporteurs de ressources capitalistiques. Avec le dirigeant qu'ils nomment et révoquent, les contrôlares forment le noyau stratégique en charge de la définition des projets d'investissement. Leur intérêt est une rémunération à long terme de leur investissement. Leur influence est dictée par l'exercice d'un contrôle interne du processus de décision assumant les tâches de ratification et de surveillance. A l'extérieur du noyau mais à l'intérieur des frontières de la gouvernance actionnariale, les investisseurs financent l'activité et le développement de l'entreprise. Leur intérêt prend la forme d'une

rémunération des capitaux engagés. Ils disposent d'une influence par le biais d'un contrôle externe : les sanctions des marchés financiers impactent positivement ou négativement la capitalisation boursière de la firme et modifient ainsi les conditions générales de financement du projet stratégique. Les partenaires socio-économiques regroupent les collaborateurs et les fournisseurs de biens, de services et de financement (créanciers obligataires et bancaires). Ils réalisent le processus économique. Leur intérêt prend la forme d'une rémunération en excès du coût d'opportunité défini par l'équilibre sur le marché du travail, sur les marchés de biens et de services et sur les marchés internationaux de la dette. Leur influence est un pouvoir de contestation qui s'exerce par la qualité de leur engagement dans la transaction. Enfin, les partenaires sociétaux rassemblent l'environnement naturel et l'environnement social. Leur intérêt est défini par des conventions sociales qui dictent les externalités positives que l'entreprise doit générer et les externalités négatives qu'elle doit minimiser ou éliminer pour préserver ou améliorer le cadre sociétal et écologique. Leur influence est exprimée par les *media* citoyens (ONG, associations etc.) qui disposent d'un pouvoir de dénigrement auprès de l'opinion publique de la définition et des conditions de réalisation du processus productif.

Mais l'apport n'est pas tout entier contenu dans cette cartographie des acteurs identifiés et hiérarchisés d'une gouvernance globale. En effet, nos travaux cherchent à dépasser la critique de la théorie de l'agence en élaborant un modèle de création d'un consensus entre les partenaires et la firme. L'approche repose sur les travaux de Suchman. La légitimité se définit comme l'acceptation du pouvoir du noyau stratégique sur la firme. Cette légitimité a trois formes : pragmatique, s'appuyant sur la satisfaction *la plus immédiate* des intérêts des partenaires ; cognitive assise sur une représentation du projet économique permettant sa compréhension par les acteurs de la coalition que constitue l'entreprise ; et morale s'appuyant sur le sens que l'activité de l'organisation véhicule auprès des acteurs. La légitimité est une ressource qui permet au dirigeant et aux contrôlaires de gérer les relations nouées avec les différentes parties prenantes intégrées dans la gouvernance. Nous définissons ainsi trois moyens – rémunération, compréhension et conformation – pour le

noyau de créer un compromis assurant la cohésion et la cohérence de la coalition, de créer un consensus entre les parties sur la définition et les conditions de réalisation du projet stratégique. Cet approfondissement du paradigme partenarial est ainsi un élargissement du modèle de la valeur partenariale qui n'intègre qu'une variable – la rémunération – dans la modélisation des relations entre le noyau et les partenaires. Toutefois, une telle conception des moyens du noyau inscrit cette recherche dans un usage instrumental de la théorie des parties prenantes : le dirigeant et les contrôleurs accordent de l'attention aux revendications et aux attentes exprimées par les partenaires dont la mesure où elles sont la clé de la qualité des contributions optimisant la réalisation du projet stratégique et, partant la performance revenant aux actionnaires. Ce faisant, ce travail cherche à comprendre les développements récents de la gouvernance, notamment la Responsabilité Sociale et Environnementale (RSE) qui incite la firme à une prise en compte continue de l'impact de son activité pour tous les partenaires importants et récurrents. En effet, dans un contexte marqué par les scandales financiers de la fin des années 1990, le noyau tente de restaurer la légitimité de son pouvoir en reconnaissant de nouveaux partenaires – surtout sociétaux –, en élaborant de nouvelles pratiques en direction de partenaires nouveaux ou plus anciens (mécénat, sponsoring, instauration de codes de déontologie, de chartes éthiques), en développant de nouveaux discours fondés sur la volonté de faire comprendre la nécessité de procéder aux ajustements du processus productif aux pressions des marchés financiers, des marchés de biens et de services, au hors marché, sur la volonté d'exprimer un respect des conventions sociales en vigueur.

Ce modèle est l'objet d'une double vérification empirique. Elle est centrée sur une catégorie d'investisseurs. Les fonds socialement responsables sont de nouveaux opérateurs sur les marchés financiers dont les souscripteurs peuvent être également des partenaires salariés, clients, fournisseurs, citoyens de l'entreprise. Au sein du contrat fondamental mais à l'extérieur du noyau stratégique, ce sont des actionnaires investisseurs. Ils financent l'activité et le développement de firmes sélectionnées sur deux catégories de critères. Les premiers sont financiers inscrivant les gérants de fonds dans une approche

orthodoxe d'optimisation du couple rentabilité/risque. Les seconds sont extrafinanciers : ils cherchent à orienter l'investissement vers les firmes qui élaborent une gouvernance conforme aux nouveaux standards fixés par la RSE. Ces pratiques sont évaluées par des agences de notation sociale dont le processus de *rating* s'inspire largement de la théorie des parties prenantes, notamment pour identifier les partenaires. Ainsi, au sein du contrat fondamental, les attentes exprimées en direction du noyau sont plus complexes. Des actionnaires posent une revendication de rémunération pour l'objectif mais également une revendication de méthode pour les moyens utilisés. La création de valeur actionnariale doit ainsi s'inscrire dans un cadre gouvernemental conforme à certaines prescriptions éthiques, « socialement responsables », quant au comportement à adopter envers tous les partenaires non-actionnaires de la firme et notamment les parties prenantes non-actionnaires.

La première validation empirique du modèle cherche à montrer l'intérêt de la dimension morale de la légitimité du pouvoir du noyau stratégique sur le processus productif. L'analyse longitudinale met en évidence trois étapes dans la construction de l'Investissement Socialement Responsable. Les premiers fonds sont lancés au milieu des années 1980. L'orientation de gestion est peu risquée. Ils sont largement investis en produits monétaires et obligataires. L'allocation en actions reste réduite. Ils sont marqués par éthique militante. Les fonds solidaires et de partage sont directement caritatifs. Les fonds religieux sélectionnent leurs valeurs en portefeuille en procédant à un filtrage d'exclusion qui refuse la prise de participation dans des entreprises liées au jeu et à la production d'armements, de spiritueux, de biens et de services à caractère sexuel (contraceptifs, pilules abortives, pornographie). Au milieu des années 1990, dans le sillage de la hausse des indices boursiers, les nouveaux fonds sont majoritairement investis en titres de capital. L'offre s'étoffe et se diversifie pour proposer des produits SR investis sur tous supports, pour tous risques et tous horizons temporels (produits monétaires, obligataires et en actions). L'analyse extrafinancière est fondée sur le filtrage d'inclusion qui amène le gérant à n'investir que dans les entreprises dont le comportement à l'égard des parties prenantes telles que les actionnaires, les salariés, les clients, les fournisseurs, la société civile et le milieu naturel est conforme à certains



standards. Au cours de l'année 2000, la tendance sur les marchés financiers s'inverse. Malgré un contexte défavorable, le développement de l'ISR se pérennise. Le filtrage d'inclusion s'impose. Les nouveaux fonds sont moins investis en actions pour amortir le dégonflement de la bulle autour des valeurs de la Nouvelle Economie. Nous mobilisons une méthodologie récente : l'analyse lexicométrique donne accès au chercheur aux données textuelles émises par les acteurs présents sur les marchés de capitaux et rend possible leur exploitation dans un paradigme financier. L'analyse de données textuelles met ainsi en évidence les attentes exprimées par les actionnaires investisseurs en direction du noyau stratégique. Cette recherche sur les discours développés par les gérants montre que la forme morale de l'acceptation du pouvoir du dirigeant et des contrôlares est peu présente. En effet, il apparaît que la représentation de l'éthique des gérants de fonds varie selon le contexte de marché. Quand les marchés d'actions sont bien orientés, les fonds SR présentent l'analyse sociale comme une compétence parmi d'autres à maîtriser telles que l'analyse financière et la gestion de portefeuille. A l'inverse, quand les marchés d'actions sont baissiers, les gérants centrent leurs discours sur la seule compétence d'analyse sociale pour différencier leur offre de fonds SR de celles des OPCVM traditionnels investis en titres de capital. L'exposition au risque de marché n'est plus relevée alors que les indices subissent des évolutions négatives peu en mesure d'encourager l'épargnant à souscrire des parts ou des actions. L'attente principale développée par les actionnaires investisseurs que sont les gérants de fonds SR serait plutôt une rémunération des capitaux engagés. La dimension pragmatique de la légitimité du noyau semble donc prédominante.

La seconde expérimentation cherche à valider les dimensions cognitive et pragmatique de la légitimité. Sur les marchés internationaux de capitaux, ces deux formes d'acceptation du pouvoir du noyau stratégique sur la firme sont contiguës. En effet, l'information transmise par le noyau – c'est la forme cognitive de la légitimité – est la matière qui permet aux acteurs présents sur les marchés d'évaluer l'adéquation des décisions de gestion avec l'objectif ultime de création de valeur pour l'actionnaire – c'est la forme pragmatique de la légitimité. Ces travaux ne sont donc pas sans lien avec la théorie de

l'efficience des marchés. Ainsi, la question est de savoir si l'analyse extrafinancière des titres enrichit l'ensemble informationnel mis à la disposition des opérateurs présents sur les marchés boursiers leur permettant de détecter à temps les titres sous-évalués à acheter et les valeurs sur-évaluées à vendre. La réponse est positive s'il apparaît que les fonds et indices SR, intégrant la notation sociale dans leurs critères de sélection d'investissement, surperforment significativement le marché. Sur une période courant du 30 décembre 1998 au 16 décembre 2004, nous mobilisons plusieurs outils statistiques (tests t sur les espérances et tests F de Fisher-Snédecour sur les variances, régression linéaire) et financiers (construction des frontières efficaces, ratio de Sharpe, ratio de Treynor,  $\alpha$  de Jensen et ratio d'information sur des données historiques et glissantes). La robustesse des résultats est éprouvée par les tests t sur les moyennes et de Wilcoxon sur les rangs. Nos travaux comparent ainsi les performances logarithmiques de deux portefeuilles équipondérés de fonds SR de droit français et deux séries de trois indices SR (DJESSI, DJESSI ex all et ASPI eurozone, DJSSI, DJSSI ex all et FTSE4Good Europe) aux rentabilités quotidiennes enregistrées de deux indices traditionnels investis en actions de pays de la zone euro (DJES 50) et en actions de pays de l'Union Européenne (DJS 50). Nos travaux sont ainsi marqués par le nombre d'indicateurs utilisés, par le systématisme des tests statistiques et par leur application dédiée au cas français. Ils mettent en évidence l'absence de différence significative entre les performances des fonds et indices SR d'une part et celles des indices traditionnels d'autre part. Il apparaît donc que la notation sociale ne constitue pas une nouvelle information permettant aux gérants d'OPCVM SR de surperformer le marché. Les dimensions cognitive et pragmatique de la légitimité du pouvoir du dirigeant et des actionnaires contrôlares sur la firme ne sont donc pas sollicitées par les nouvelles pratiques de gouvernance inscrites dans la RSE.

Le modèle fournit un cadre théorique qui dépasse la critique de Jensen en approfondissant le paradigme partenarial. La conception des relations entre les partenaires et la firme s'enrichit pour intégrer trois dimensions. Dans cette optique, au niveau de la strate actionnariale, pour les propriétaires investisseurs, la portée et la teneur de ces nouvelles pratiques

gouvernementales semblent réduites. En effet, les attentes développées par les gérants et mises en évidence par l'analyse de données textuelles ne remettent pas en cause la finalité de l'entreprise qui est la création de valeur pour l'actionnaire. La légitimité morale cherche ainsi non à convaincre d'un changement d'objectif mais à renouveler l'expression de l'attachement du noyau à la construction et à la gestion de relations de qualité avec les parties prenantes mobilisées pour la définition et la mise en œuvre du projet stratégique. De même, la notation sociale ne constitue pas une nouvelle information pertinente sur les marchés boursiers éclairant de manière significative les opérateurs financiers sur le fonctionnement de la firme et sur sa capacité à créer de la valeur actionnariale. Ainsi, les fonds et indices SR ne sont pas en mesure de surperformer les indices traditionnels d'actions. Les modalités cognitive et pragmatique de la légitimité sont donc peu présentes puisqu'elles ne sont pas mises en évidence à travers les tests sur la performance des fonds et indices SR. Une explication peut voir la RSE comme une stratégie déployée par le noyau stratégique pour conforter son pouvoir auprès actionnaires, dans une dimension morale, et auprès des partenaires non-actionnaires, qu'ils soient socio-économiques ou environnementaux, dans une, deux ou trois dimensions. Ceci ouvre alors la nécessité de tester le modèle de gouvernement d'entreprise sur les autres strates d'acteurs impliqués ou concernés par le processus productif.

Cette étude pose également quelques préconisations managériales en direction des différents acteurs impliqués dans l'émergence de la RSE. Cette recherche pose un modèle de pilotage stratégique de l'entreprise. La gouvernance doit ainsi identifier et hiérarchiser les partenaires importants dont la collaboration est nécessaire. Les parties prenantes de l'organisation sont regroupées en catégories nommées « strates ». Egalement, pour assurer l'adhésion des partenaires et construire une paix citoyenne autour des conditions de réalisation du projet économique, il apparaît que la légitimité du pouvoir du noyau stratégique sur la firme n'a pas pour seule source la rémunération d'une contribution qu'elle soit de nature financière, économique, sociale ou sociétale. D'autres ressources existent qui peuvent notamment être appelées quand le contexte économique s'avère difficile. La légitimité

cognitive alimente la compréhension par les acteurs des contraintes pesant sur le projet, incitant par exemple à la patience face à la survenance de difficultés nouvelles. La légitimité morale est également un moyen pour assurer l'acceptation du pouvoir du groupe de dirigeants et de contrôleurs sur la firme. La conformation des actions stratégiques à des objectifs de développement social inscrit l'activité et la croissance de la firme dans la recherche de la satisfaction des besoins exprimés par le plus grand nombre, d'un renforcement de la cohésion sociale, d'un respect accru de l'environnement sociétal et du milieu naturel. La gouvernance d'entreprise devient ainsi un équilibre des formes identifiées de légitimité permettant de gérer un portefeuille de contributions à la réalisation du projet stratégique. L'usage de la théorie des parties prenantes est ainsi instrumental. La satisfaction des intérêts et la reconnaissance de l'influence des partenaires est un outil de création de valeur pour l'actionnaire. La conception de ce modèle est patrimoniale.

Les préconisations managériales concernent également les gérants. Il apparaît que l'évolution de la valorisation des fonds SR ne se distingue pas de celle des indices traditionnels. Aussi pour construire des produits financiers ayant un comportement différent, il est nécessaire de réfléchir à la construction et au fonctionnement des OPCVM. Ceci passe par un ajustement des méthodes de filtrage dont les mailles semblent trop larges, incapables de distinguer les entreprises inscrites dans une gouvernance globale inspirée par la RSE. Plusieurs propositions peuvent être énoncées. La première tient en la redéfinition de la norme de la notation sociale à atteindre auprès de chaque partenaire. L'utilisation d'une valeur relative déterminée par la moyenne des performances obtenues par les entreprises appartenant au même secteur d'activité procède d'une logique autoréférentielle. Si dans un secteur donné, l'ensemble des firmes se fait peu attentif aux attentes exprimées par une partie prenante, la performance sociale ou sociétale sera, dans l'absolu, faible y compris pour les entreprises bien notées. L'instauration d'une valeur absolue minimale, déterminée par exemple par une moyenne intersectorielle des performances les plus basses constatées, pourrait fixer un seuil plancher en-dessous duquel une entreprise défaillante serait particulièrement signalée à la communauté des investisseurs comme développant des pratiques non

désirables. Une proposition concerne également l'horizon de gestion. Dans le cadre du financement des retraites par des solutions par capitalisation, la projection à long terme des investissements devient une contrainte de gestion pour rendre les fonds capables d'honorer leurs engagements envers les souscripteurs dans dix, vingt, trente ou quarante ans. Dans cette optique, ce sont également les pratiques de *benchmarking* qui sont questionnées. Pour contrôler la performance d'un portefeuille à très long terme, il est nécessaire d'en asseoir la gestion sur un indice de référence très large, en mesure de retranscrire le rythme de respiration de l'économie dans son ensemble et non celui des seuls marchés internationaux de capitaux. Une autre proposition concerne le poids des acteurs de l'ISR sur les marchés financiers. En France, les encours SR gérés sont de plus en plus importants. Pour autant, ils ne représentent encore aujourd'hui qu'une faible fraction de l'épargne des ménages et des capacités d'investissement des investisseurs institutionnels. Aussi, pour peser sur les décisions de gestion des firmes et orienter leur gouvernance vers des pratiques inspirées par la RSE, les gérants de fonds SR peuvent se concerter pour assurer une organisation collective de leurs actions (syndication des droits de vote aux assemblées générales par exemple pour proposer, approuver ou refuser une résolution, pour nommer des administrateurs indépendants etc.) et ainsi éviter la dispersion de leurs efforts auprès des entreprises dont le comportement est considéré comme non éthique. Faute d'organisation et à un niveau individuel, une alternative est de construire des fonds dont les encours sont plus importants comparables aux niveaux atteints par les fonds de pension sur les marchés financiers américains. Mais cette concertation des actions n'ont de sens que si les gérants développent leur activisme actionnarial. Présents sur les marchés financiers, ils sont également acteurs de la gouvernance actionnariale, à l'extérieur du noyau stratégique mais à l'intérieur du contrat fondamental. En tant qu'actionnaires investisseurs, ils doivent exercer leur pouvoir de contrôle externe de la conformité des décisions de gestion du noyau avec l'objectif ultime de création de valeur pour l'actionnaire compte-tenu des nécessités économiques et morales d'assurer la qualité des relations entretenues avec les partenaires socio-économiques et environnementaux impliqués ou concernés par la réalisation du processus productif. Ceci pour comprendre que l'activisme actionnarial est tout autant un

acte éthique qu'un acte économique de création de valeur pour l'actionnaire ou de captation de valeur par les partenaires qu'ils soient socio-économiques ou citoyens.

Nous ne saurions achever sans exposer les perspectives de recherche ouvertes par la construction d'un modèle de gouvernance d'entreprise. Il est ainsi nécessaire de développer la validation empirique, de multiplier les tests, les expérimentations pour évaluer le pouvoir explicatif de cette maquette, dans différentes configurations économiques et auprès des différentes catégories identifiées de partenaires. Ceci est entrepris notamment dans le champ des organisations mutualistes et coopératives. En effet, ces structures reposent sur des idéaux qui ne se retrouvent pas, ou du moins pas entièrement, dans les entreprises plus classiques, notamment dans les plus grandes entreprises cotées. Leur conception de la gouvernance en est affectée. Les partenaires sont différemment reconnus, entre strates et entre partenaires de la même strate. La hiérarchisation de l'importance des contributions est également originale. Enfin, l'objectif ultime du projet stratégique peut, à des degrés divers selon l'évolution des organisations, être défini, présenté, mis en œuvre et mesuré différemment.

## BIBLIOGRAPHIE

ABBOTT Walter F. et MONSEN Joseph R., « On the Measurement of Corporate Social Responsibility : Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement », *Academy of Management Journal*, 1979, vol. 22, n° 3, p. 501-515

AFTALION Florin, *La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles*, éditions Economica, Paris, 2003, 240 pages

AGLE Bradley R., MITCHELL Ronald K. et SONNENFELD Jeffrey A., « Who Matters to CEO's ? An Investigation of Stakeholder Attributes and Saliency, Corporate Performance, and CEO Values », *Academy of Management Journal*, October, 1999, vol. 42, n° 5, p. 507-525

ALBOUY Michel (sld), *Les grands auteurs en finance*, éditions EMS Management et Société, Paris, 2003, 310 pages

ALEXANDER Gordon J. et BUCHHOLZ Rogene A., « Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance », *Academy of Management Journal*, September, 1978, vol. 21, n° 3, p. 479-486

ALLARD-POESI Florence, DRUCKER-GODARD Carole et ELHINGER Sylvie, « Analyses de représentations et de discours », sld. THIETARD Raymond-Alain (sld.), *Méthodes de recherche en management*, éditions Dunod, Paris, 1999, p. 449-475

ALLOUCHE José et LAROCHE Patrice, « Responsabilité sociale et performance financière des entreprises : une synthèse de littérature », *Actes du colloque du Grefige*, « La Responsabilité sociale des entreprises : réalité, mythe ou mystification ? », Nancy, 17 et 18 mars, 2005, 43 pages

AMENC Noël et LE SOURD Véronique, *Théorie du portefeuille et analyse de sa performance*, éditions Economica, Paris, 2003, 352 pages

AOKI Masahiko, « A Model of the Firm as a Stakeholder-Employee Cooperative Game », *American Economic Review*, September, 1980, vol. 70, n° 4, p. 600-610

AOKI Masahiko, « Equilibrium Growth of the Hierarchical Firm : Shareholder-Employee Cooperative Game Approach », *American Economic Review*, December, 1982, vol. 72, n° 5, p. 1097-1110

AOKI Masahiko, « Toward an Economic Model of the Japanese Firm », *Journal of Economic Literature*, March, 1990, vol. 28, n° 1, p. 1-27

AUPPERLE Kenneth E., CARROLL Archie B. et HATFIELD John D., « An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability », *Academy of Management Journal*, 1985, vol. 28, n° 2, p. 446-463

AVERMAETE Jean-Pierre et ZACHARIE Arnaud, *Mise à nu des Marchés financiers*, éditions Syllepse/Vista, Paris/Bruxelles, 2002, 133 pages

BANSAL Pratima, « The Corporate Challenges of Sustainable Development », *Academy of Management Executive*, May, 2002, vol. 16, n° 2, p. 122-131

BANSAL Pratima et CLELLAND Iain, « Talking Trash : Legitimacy, Impression Management, and Unsystematic Risk in the Context of the Natural Environment », *Academy of Management Journal*, February, 2004, vol. 47, n° 1, p. 93-103

BAUER Rob, KOEDIJK Kees et OTTEN Rogér, « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style », *CEPR Discussion Paper*, March, 2001, n° 3452, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)



BAUER Rob, KOEDIJK Kees et OTTEN Rog r, « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style », working paper, Maastricht University, March, 2002, 28 pages

BAUER Rob, DERWALL Jeroen et OTTEN Rog r, « Canadian Ethical Mutual Funds : Performance and Investment Style Analysis in a Multifactor Framework », Life working paper 03-001, Maastricht University, 25 pages

BEAUD Michel, *L'art de la thèse*,  ditions La Découverte, Paris, 1994, 175 pages

BECHEUR Amina et BENSEBAA Faouzi, « Responsabilité sociale des entreprises : acceptabilité, crédibilité et légitimité des pratiques », *Actes de la XIIIe Conférence de l'AIMS*, Le Havre, 2-4 juin, 2004, 31 pages

BELLALAH Mondher, *Gestion de portefeuille, analyse quantitative de la rentabilité et du risque*,  ditions Pearson Education, Paris, 2004, 481 pages

BENSEBAA Faouzi et BEJI-BECHEUR Amina, « Responsabilité sociale, pressions institutionnelles et réactions des entreprises », *Revue Management et Avenir*, janvier, 2005, né 3, p. 171-198

BERLE Adolf et MEANS Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*,  ditions McMilan, New York, 1932

BERMAN Shawn L., WICKS Andrew C., KOTHA Suresh et JONES Thomas M., « Does Stakeholder Orientation Matter ? The Relationship Between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance », *Academy of Management Journal*, October, 1999, vol. 42, n  5, p. 488-506

BESSIRE Dominique et MEUNIER Jeanne, « Conceptions des gouvernements d'entreprise et modèles d'entreprise : une lecture  pist mologique », *Finance d'entreprise*,  ditions Economica, Paris, 2001, p. 185-211

BLACK Fisher, « Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing », *Journal of Business*, July, 1972, vol. 45, n° 3, p. 444-455

BOLTANSKI Luc et THEVENOT Laurent, *De la justification*, éditions Gallimard, Paris, 1991, 216 pages

BOUTIN-DUFRESNE François et SAVARIA Patrick, « Corporate Social Responsibility and Financial Risk », *Journal of Investing*, Spring, 2004, vol. 13, n° 1, p. 57-66

BOWMAN Edward H. et HAIRE Mason, « A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility », *California Management Review*, Winter, 1975, vol. 18, n° 2, p. 2-12

BROWN Stephen J., GOETZMANN William N. et ROSS Stephen A., « Survival », *Journal of Finance*, July, 1995, vol. 50, n° 3, p. 853-873

BURLACU Radu, GIRERD-POTIN Isabelle et DUPRE Denis, « Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains », *Banque et Marchés*, 1<sup>er</sup> mars, 2004, n° 69, p. 20-28

Christian Cadiou, *Les stratégies de désinvestissement des moyennes et grandes sociétés françaises, analyse théorique et empirique*, thèse pour le doctorat d'Etat ès sciences de gestion, soutenue le 27 février 1988, 584 pages

CADIOU Christian, *Le redéploiement stratégique de l'entreprise*, éditions d'Organisation, Paris, 1990, 237 pages

CADIOU Christian, « Le gouvernement d'entreprise », *Encyclopédie de gestion et du management*, éditions Dalloz, Paris, 1999, p. 435-437

CADIOU Christian, « Le gouvernement d'entreprise (l'approche plurielle) », working paper, laboratoire ICI, IAE de Bretagne Occidentale, 2001, 57 pages

CADIOU Christian, « Variation sur le thème de la valeur : à la recherche d'un modèle de légitimité pour l'entreprise », BARANGER Pierre (sld.), *La chaîne de valeur, un concept démodé ?*, éditions Presses Universitaires de Rennes, Rennes, 2004, p. 189-202

CAPON Noel, FARLEY John U. et HOENIG Scott, « Determinants of Financial Performance : A Meta-Analysis », *Management Science*, October, 1990, vol. 36, n°10, p. 1143-1159

CAPRON Michel et QUAIREL Françoise, *Les dynamiques relationnelles entre les firmes et les parties prenantes*, rapport pour le Commissariat Général au Plan, Paris, 2001, 165 pages

CAPRON Michel, « L'économie éthique privée : la responsabilité des entreprises à l'épreuve de l'humanisation de la mondialisation », *Economie éthique*, n° 7, 2003, 72 pages

CAPRON Michel et QUAIREL-LANOIZELEE Françoise, *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, éditions La Découverte, Paris, 2004, 251 pages

CARHART Mark M., « On Persistence in Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, March, 1997, vol. 52, n° 1, p. 57-82

CARR Albert Z., « Is Business Bluffing Ethical ? », *Harvard Business Review*, January-February, 1968, vol. 46, n° 1, p. 143-153

CARROLL Archie B., « A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance », *Academy of Management Review*, October, 1979, vol. 4, n° 4, p. 497-505

CARROLL Archie B., « The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders », *Business Horizons*, July-August, 1991, vol. 34, n° 4, p. 39-76

CASTANIAS Richard P. et HELFAT Constance E., « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, 1991, vol. 17, n° 1, p. 155-171

CASTEL Robert, *L'insécurité sociale*, éditions Seuil, collection La République des idées, Paris, 2003, 95 pages

CHAHINE Salim et MATHIEU Jean-Pierre, « Valorisation Stratégique par contextes de valeur : le cas des introductions sur le Nouveau Marché », *Finance Contrôle Stratégie*, 2002, vol. 6, n° 2, p. 91-115

CHARREAUX Gérard (sld.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, éditions Economica, Paris, 1994, 151 pages

CHARREAUX Gérard (sld.), *Le gouvernement des entreprises*, éditions Economica, Paris, 1997, 540 pages

CHARREAUX Gérard et DESBRIERES Philippe, « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, 1998, vol. 1, n° 2, p. 57-88

CHARREAUX Gérard, « A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Finance Contrôle Stratégie*, 2003, vol. 5, n° 3, p. 5-68

CLARKSON Max B. E., « A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 1, p. 92-117

COCHRAN Philip L. et WOOD Robert A., « Corporate Social Responsibility and Financial Performance », *Academy of Management Journal*, 1984, vol. 27, n° 1, p. 42-56

COHEN Elie, *L'ordre économique mondial*, éditions Fayard, Paris, 2001, 315 pages

COMTE-SPONVILLE André, *Le capitalisme est-il moral ?*, éditions Albin Michel, Paris, 2004, 238 pages

CORNELL Bradford et SHAPIRO Alan C., « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, Spring, 1987, n° 16, p. 5-14

CRIE Dominique, « Le positionnement des sites web par l'analyse lexicale », *Décision Marketing*, 2002, n° 25, p. 71-81

DAFT Richard L. et WEICK Karl E., « Toward a Model Of Organization as Interpretation Systems », *Academy of Management Review*, April 1984, vol. 9, n° 2, p ? 284-295

D'ANTONIO Louis, JOHNSEN Tomini, « Expanding Socially Screened Portfolios: an Attribution Analysis of Bond Performance », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol. 6, n° 4, p. 79-86

D'ANTONIO Louis, JOHNSEN Tomini et HUTTON Bruce, « Socially Responsible Investing and Asset Allocation », *Journal of Investing*, Fall, 2000, vol. 9, n° 3, p. 65-72

DAVIS Keith, « Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities », *California Management Review*, Spring, 1960, vol. 2, n° 3, p. 70-76

DE BRITO César, DESMARTIN Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry et PERRIN François, *L'Investissement Socialement Responsable*, éditions Economica, Paris, 2005, 311 pages

DEJEAN Frédérique et GOND Jean-Pascal, « La responsabilité sociétale des entreprises : enjeux stratégiques et stratégies de recherche », *Sciences de Gestion et pratiques managériales*, éditions Economica, Paris, 2002, p. 389-400

DE MONTMORILLON Bernard, *Les groupes industriels*, éditions Economica, Paris, 1986, 187 pages

DONALDSON Thomas et PRESTON Lee E., « The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts, Evidence, and Implications », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 1, p. 65-91

DRUCKER Peter F., « The New Meaning of Corporate Social Responsibility », *California Management Review*, Winter, 1984, vol. 26, n° 2, p. 53-63

DUPRE Denis, GIRERD-POTIN Isabelle et KASSOUA Raghid, « Intégrer la dimension éthique dans la gestion quantitative de portefeuille », *Sciences de Gestion et Pratiques Managériales*, éditions Economica, Paris, 2002, p. 89-97

EDWARDS Ed et SAMANT Ajay, « Investing with a Conscience : An Evaluation of the Risk-Adjusted Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Mid-American Journal of Business*, Spring, 2003, p. 51-60

EISENHARDT Kathleen M., « Agency Theory : An Assessment and Review », *Academy of Management Review*, March, 1989, vol. 14, n° 1, p. 57-74

EMERY Frederick E. et TRIST Eric L., « The Causal Texture of Organizational Environment », *Human Relations*, February, 1965, vol. 18, n° 1, p. 33-55

ETCHEGOYEN Alain, *La valse des éthiques*, éditions François Bourin, Paris, 1991, 245 pages

EVRARD Yves, PRAS Bernard et ROUX Elyette, *Market, études et recherches en marketing*, éditions Dunod, Paris, 2000, 672 pages

FAMA Eugene F., « The Behavior of Stock Market Prices », *The Journal of Business*, January, 1965, vol. 38, n° 1, p. 34-107

FAMA Eugene F., « Random Walks in Stock Market Prices », *Financial Analysts Journal*, September-October, 1965, vol. 21, n° 5, p. 55-59

FAMA Eugene F., « Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, May, 1970, vol. 25, n° 2, p. 383-417

FAMA Eugene F., « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, April, 1980, vol. 88, n° 2, p. 288-307

FAMA Eugene F. et JENSEN Michael C., « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, June, 1983, vol. 26, n° 2, p. 301-325

FAMA Eugene F. et JENSEN Michael C., « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, June, 1983, vol. 26, n° 2, p. 327-350

FAMA Eugene F., « Efficient Capital Market : II », *Journal of Finance*, December, 1991, vol. 46, n° 5, p. 1575-1617

FAMA Eugene F. et FRENCH Kenneth R., « Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns », *Journal of Finance*, March, 1998, vol. 50, n° 1, p. 131-155

FEDERAL RESERVE BANK, « Testimony of Chairman Alan Greenspan », *Federal Reserve Board's semiannual monetary policy report to the Congress before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, July 16, 2002, 6 pages

FERRANDON Benoît, « Développement durable : la prise en compte de l'environnement », *Cahiers français*, décembre, 2003, n° 317, p. 102-108

FOURASTIE Jean, *Les Trente Glorieuses*, éditions Hachette Littérature, Paris, 2000, 288 pages

FREEMAN Edward R. et REED David L., « Stockholders and Stakeholders : A New Perspective on Corporate Governance », *California Management Review*, Spring, 1983, vol. 25, n° 3, p. 88-106

FREEMAN Edward R., *Strategic Management : A Stakeholder Approach*, éditions Pitman, Boston, 1984, 276 pages

FREEMAN Edward R. et EVAN William M., « Corporate Governance : A Stakeholder Interpretation », *Journal of Behavioral Economics*, Winter, 1990, vol. 19, n° 4, p. 337-359

FREEMAN Edward R., « The Politics of Stakeholder Theory : Some Future Direction », *Business Ethics Quarterly*, October, 1994, vol. 4, n° 4, p.409-421

FRIEDMAN Milton, « The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits », *New York Times Magazine*, September, 13, 1970, p. 32-33

FUKUYAMA Francis, *La fin de l'Histoire et le dernier homme*, éditions Flammarion, Paris, 1992, 451 pages

FURUBOTN Eirik G. et PEJOVICH Svetozar, « Property Rights and Economic Theory : A Survey of Recent Literature », *Journal of Economic Literature*, December, 1972, vol. 10, n° 4, p. 1137-1162

GABRIEL Patrick, « Contribution du développement durable à l'élargissement du concept de chaîne de valeur », sld. BARANGER Pierre, *La chaîne de valeur, un concept démodé ?*, Rennes, 2004, p. 203-221

GABRIEL Patrick et GABRIEL Pascal, « Diffusion du développement durable dans le monde des affaires : un schéma conventionnel », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, 2004, vol. 30, n° 152, p. 199-212



GAVARD-PERRET Marie-Laure et MOSCAROLA Jean, « Énoncé ou énonciation ? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing », *Recherche et applications en marketing*, 1998, vol. 13, n° 2, p. 31-47

GIARD Vincent, *Statistique appliquée à la gestion*, éditions Economica, Paris, 2003, 560 pages

GILLET Philippe, *L'efficience des Marchés financiers*, éditions Economica, Paris, 1999, 224 pages

GITMAN Lawrence J. et JOEHNK Michael D., *Fundamentals of Investing*, Pearson Addison Wesley, International Edition, Boston, 2005, 718 pages

GOLDREYER Elizabeth F., PARVEZ Ahmed et DILTZ David J., « The Performance of Socially Responsible Mutual Funds : Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection », *Managerial Finance*, 1999, vol. 25, n° 1, p. 23-36

GOMEZ Pierre-Yves, *La république des actionnaires – Le gouvernement d'entreprise entre démagogie et démocratie*, éditions Syros, Paris, 2001, 216 pages

GOND Jean-Pascal, « L'éthique est-elle profitable ? », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 2001, n° 136, p. 77-85

GOODPASTER Kenneth E., « Business Ethics and Stakeholder Analysis », *Business Ethics Quarterly*, 1991, vol. 1, n° 1, p. 53-73

GRAVES Samuel B. et WADDOCK Sandra A., « Institutional Owners and Corporate Social Performance », *Academy of Management Journal*, August, 1994, vol. 37, n° 4, p. 1034-1046

GREGORY Alan, MATATKO John et LUTHER Robert, « Ethical Unit Trust Financial Performance : Small Company Effects and Fund Size Effects »,

*Journal of Business Finance & Accounting*, June, 1997, vol. 24, n° 5, p. 705-725

GROSSMAN Blake R. and SHARPE William F., « Financial Implications of South African Divestment », *Financial Analysts Journal*, July-August, 1986, vol. 42, n° 4, p. 15-29

GROSSMAN Sanford J. et STIGLITZ Joseph E., « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *The American Economic Review*, June, 1980, vol. 70, n° 3, p. 393-408

GUERARD John B. Jr., « Is There a Cost to being Socially Responsible in Investing », *Journal of Investing*, Summer, 1997, vol. 6, n° 2, p. 11-18

HAMILTON Sally, JO Hoje et STATMAN Meïr, « Doing Well While Doing Good ? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, November-December, 1993, vol. 49, n° 6, p. 62-76

HAMON Jacques et JACQUILLAT Bertrand, *Le marché français des actions – études empiriques 1977-1991*, éditions Presses Universitaires de France, Paris, mai, 1992, 464 pages

HARRISON Jeffrey S. et FREEMAN Edward R., « Stakeholders, Social Responsibility, and Performance : Empirical Evidence and Theoretical Perspectives », *Academy of Management Journal*, October, 1999, vol. 42, n° 5, p. 479-485

HAWLEY James P. et WILLIAMS Andrew T., *The Rise of Fiduciary Capitalism*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia, 2000, 232 pages

HELME-GUIZON Agnès et GAVARD-PERRET Marie-Laure, « L'analyse automatisée de données textuelles en marketing : comparaison de trois logiciels », *Décisions Marketing*, Octobre-décembre, 2004, n° 36, p. 75-90

HICKMAN Kent A., TEETS Walter R. et KOHLS John J., « Social Investing and Modern Portfolio Theory », *American Business Review*, January, 1999, vol. 17, n° 1, p. 72-78

HILL Charles W. et JONES Thomas M., « Stakeholder-Agency Theory », *Journal of Management Studies*, March, 1992, vol. 29, n° 2, p. 131-154

HING Nerilee et McMILLEN Jan, « A Conceptual Framework of the Corporate Management of Social Impacts : The Case of Problem Gambling », *Business and Society Review*, Winter, 2002, vol. 107, n° 4, p. 457-488

HOCEVAR Susan P. et BHAMBRI Arvind, « Corporate Social Performance : A Model of Assessment Criteria », *Academy of Management Proceedings*, 1985, p. 326-330

HOLMES L. Sandra, « Executive Perceptions of Corporate Social Responsibility », *Business Horizons*, June, 1976, p. 34-40

HUBLER Jérôme, MESCHI Pierre-Xavier et SCHMIDT Géraldine, « Annonce de suppressions d'emplois et valeur boursière : le poids des variables explicatives », *Sciences de Gestion et Pratiques Managériales*, éditions Economica, Paris, 2002, p. 299-309

HUSTED Bryan W. et ALLEN David B., « Is It Ethical to Use Ethics as Strategy ? », *Journal of Business Ethics*, September, 2000, vol. 27, n°1/2, p. 21-31

IBERT Jérôme, « La gestion paradoxale des relations entre firmes concurrentes », *Revue Française de Gestion*, décembre, 2004, vol. 30, n° 148, p. 153-177

IGALENS Jacques et GOND Jean-Pascal, « La mesure de la performance sociale de l'entreprise : une analyse critique et empirique des données Arese »,

*Revue Française de Gestion des Ressources Humaines*, octobre-décembre, 2003, n° 50, p. 111-130

JACQUILLAT Bertrand et SOLNIK Bruno, *Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques*, éditions Dunod, 4e édition, Paris, 2002, 367 pages

JENSEN Michael C., « Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios », *Journal of Business*, April, 1969, vol. 42, n° 42, p. 167-248

JENSEN Michael C. et BENINGTON George A., « Random Walks and Technical Theories : Some Additional Evidence », *Journal of finance*, May, 1970, vol. 25, n° 2 p. 469-482

JENSEN Michael C. et MECKLING William H., « Theories of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, n° 4, p. 305-360

JENSEN Michael C., « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, June-September, 1978, vol. 6, n° 2/3, p. 95-101

JENSEN Michael C. et MECKLING William H., « Rights and Production Functions : An Application to Labor-managed Firms and Codetermination », *Journal of Business*, October, 1979, vol. 52, n° 4, p. 469-506

JENSEN Michael C., « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, 1986, n° 2, p. 323-329

JENSEN Michael C., « Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function », *Business Ethics Quarterly*, April, 2002, vol. 12, n° 2, p. 235-256

JOHNSON Richard A. et GREENING Daniel W., « Relationships Between Corporate Social Performance, Financial Performance, and Firm Governance », *Academy of Management Proceedings*, 1994, p. 314-318

JOHNSON Richard A. et GREENING Daniel W., « The Effects of Corporate Governance and Institutional Ownership Types on Corporate Social Performance », *Academy of Management Journal*, October, 1999, vol. 42, n° 5, p. 564-576

JONES Thomas M., « Instrumental Stakeholder Theory : A Synthesis of Ethics and Economics », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 2, p. 404-437

KEYNES John M., *Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, éditions Payot, Paris, 1998, 387 pages

KINDER Peter D. et DOMINI Amy L., « Social Screening : Paradigms Old and New », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol. 6, n° 2, p. 12-19

KRUMSIEK Barbara J., « The Emergence of a New Era in Mutual Fund Investing : Socially Responsible Investing Comes of Age », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol.6, n° 4, p. 25-30

KUNTZ Edwin C., KEDIA Banwari L et WHITEHEAD Carlton J., « Variations in Corporate Social Performance », *California Management Review*, Summer, 1980, vol. 22, n° 4, p. 30-36

KURTZ Lloyd, « No Effect, or Not Net Effect? Studies on Socially Responsible Investing », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol. 6, n° 4, p. 37-49

LAUFER Romain, « Quand diriger, c'est légitimer », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 1996, n° 111, p. 12-37

LAUFER Romain., « Les institutions du management : légitimité, organisation et nouvelles rhétorique », *Les Nouvelles Fondations des Sciences de Gestion*, éditions Vuïber, Paris, 2000, p. 45-81

LAURIOL Jacques, « Le développement durable à la recherche d'un corps de doctrine », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, 2004, vol. 30, n° 152, p 137-150

LEBART Ludovic et SALEM André, *Statistique textuelle*, éditions Dunod, Paris, 1994, 342 pages

LEPAGE Henri, « Milton Friedman ou le triomphe du libéralisme », *Problèmes Economiques* (La Documentation Française), 12 novembre 2003, n° 2831, p. 23

LE MAUX Julien et LE SAOUT Erwan, « La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? », *Actes de l'Atelier Développement Durable*, AIMS, Angers, 15 mai 2003, 24 pages

LEVITT Theodore, « The Dangers of Social Responsibility », *Harvard Business Review*, September-October, 1958, p. 41-50

MALHOTRA Naresh, *Etudes marketing avec SPSS*, éditions Pearson Education, Paris, 2004, 664 pages

MALLIN C. A., SAADOUNI B. et BRISTON R. J., « The Financial Performance of Ethical Investment Funds », *Journal of Business Finance & Accounting*, June, 1995, vol. 22, n° 4, p. 483-496

MARGOLIS Joshua D. et WALSH James P., « Misery Loves Company : Rethinking Social Initiatives by Business », *Administrative Science Quarterly*, June, 2003, vol. 48, n° 2, p. 268-305

MARKOWITZ Harry, « Portfolio Selection », *Journal of finance*, March, 1952, vol. 7, n° 1, p. 77-91

MARRIS Robin, « A Model of the "Managerial" Enterprise », *Quarterly Journal of Economics*, May, 1963, vol. 77, n° 2, p. 185-209

MABRY Bevars Dupre, « The Pure Theory of Bargaining », *Industrial and Labor Relations Review*, July, 1965, vol. 18, n° 4, p. 479-502

MARTINET Alain-Charles et REYNAUD Emmanuelle, « Shareholders, stakeholders et stratégie », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 2001, n° 136, p. 12-25

MARTINET Alain-Charles et REYNAUD Emmanuelle, « Entreprise durable, finance et stratégie », *Revue Française de Gestion*, septembre-octobre, 2004, vol. 30, n° 52, p. 121-136

MATHIEU Jean-Pierre, « L'analyse lexicale par contexte : une méthode pertinente pour la recherche exploratoire en marketing », *Décisions Marketing*, avril-juin, 2004, n° 34, p. 67-77

McGUIRE Jean B., SUNDGREN Alison et SCHNEEWEIS Thomas, « Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance », *Academy of Management Journal*, 1988, vol. 31, n° 4, p. 854-872

McWILLIAMS Abigail et SIEGEL Donald, « Corporate Social Responsibility : A Theory of the Firm Perspective », *Academy of Management Review*, January, 2001, vol. 28, n° 1, p. 117-127

MERCIER Samuel, « L'apport de la théorie des parties-prenantes au management stratégique : une synthèse de littérature », *Actes de la Xe Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, 13-15 juin 2001, Québec, 24 pages

METCALF Chris E., « The Stakeholder Corporation », *Business Ethics : A European Review*, January, 1998, vol. 7, n° 1, p. 30-36

MEYER J. et ROWAN B., « Institutionalized Organizations : Formal Structure as Myth and Ceremony », *American Journal of Sociology*, 1977, vol. 83, n° 2, p. 340-363

MITCHELL Ronald K., AGLE Bradley R. et WOOD Donna J., « Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience : Defining the Principle of Who and What Really Counts », *Academy of Management Review*, October, 1997, vol. 22, n° 4, p. 853-886

MOHR Lois. A., WEBB Deborah. J. et HARRIS Katherine. E. : « Do Consumers Expect Companies to Be Socially Responsible ? The Impact of Corporate Social Responsibility on Buying Behavior », *Journal of Consumer Affairs*, vol. 35, n° 1, 2001, p. 45-72

MONTMORILLON Bernard. (de), *Les groupes industriels, analyse structurelle et stratégique*, éditions Economica, Paris, 1986, 187 pages

MORRIS Sara A., « Environmental Pollution and Competitive Advantage : An Exploratory Study of U.S. Industrial-Goods Manufacturers », *Academy of Management Proceedings*, 1997, p. 411-415

MORVAN Jérémy, CADIOU Christian et GABRIEL Patrick, « Les positionnements légitimes de la gouvernance d'entreprise », *Colloque « Responsabilité sociale de l'entreprise : réalité, mythe ou mystification ?*, Nancy, 17-18 mars 2005, 19 pages

MOSKOWITZ Milton R., « Choosing Socially Responsible Stocks », *Business and Society Review*, Spring, 1972, n° 1, p. 71-75

NORMAN Wayne et McDONALD Chris, « Getting to the Bottom of "Triple Bottom Line" », *Business Ethics Quarterly*, vol. 14, n° 2, p. 243-262



OLIVER Christine, « Strategic Responses to Institutional Processes », *Academy of Management Review*, January, 1991, vol. 16, n° 1, p. 145-179

ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES, *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), 2004, 77 pages

ORLEAN André, *Le pouvoir de la finance*, éditions Odile Jacob, Paris, 1999, 275 pages

PARRAT Frédéric, *Le gouvernement d'entreprise*, éditions Maxima, Paris, 1999, 346 pages

PASTRE Olivier et VIGIER Michel, *Le capitalisme déboussolé*, éditions La découverte, Paris, 2003, 224 pages

PEREZ Roland, « L'actionnaire socialement responsable », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, 2002, vol. 28, n° 141, p. 131-151

PEYRAT-GUILLARD Dominique : « Une application de la statistique textuelle à la gestion des ressources humaines : appréhender le concept d'implication au travail de façon alternative », *Actes des 5<sup>ème</sup> Journées Internationales d'Analyse Statistique des Données Textuelles*, 2000, [www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica](http://www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica), 8 pages

PHILLIPS Robert, « Stakeholder Legitimacy », *Business Ethics Quarterly*, January, 2003, vol. 13, n° 1, p. 25-41

PLIHON Dominique (sld.), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, rapport pour le Commissariat Général au Plan, éditions La documentation française, Paris, 2002, 210 pages

PLIHON Dominique et PONSSARD Jean-Pierre (sld.), *La montée en puissance des fonds d'investissement, quels enjeux pour les entreprises ?*, rapport pour le Commissariat Général au Plan, éditions La documentation française, Paris, 2002, 176 pages

POLANYI Karl, *La grande transformation*, éditions Gallimard, collection Bibliothèque des sciences humaines, Paris, 1998, 420 pages

PRESTON Lee E., REY Françoise, DIERKES Meinolf, « Comparing Corporate Social Performance: Germany, France, Canada and the U.S. », *California Management Review*, Summer, 1978, vol. 20, n° 4, p. 40-49

PRESTON Lee E. et SAPIENZA Harry J., « Stakeholder Management and Corporate Performance », *Journal of Behavioral Economics*, Winter, 1990, vol. 19, n° 4, p. 361-375

PUPION Pierre-Charles, *Statistiques pour la gestion*, éditions Dunod, Paris, 2004, 372 pages

RAIMBOURG Philippe, *Les agences de rating*, éditions Economica, Paris, 1990, 199 pages

REED Darryl, « Stakeholder Management Theory: A Critical Theory Perspective », *Business Ethics Quarterly*, 1999, vol. 9, n° 3, p. 453-483

REINERT Max : « Quel objet pour une analyse statistique du discours ? Quelques réflexions à propos de la réponse Alceste », *Actes des 4<sup>ème</sup> Journées Internationales d'Analyse Statistique des Données Textuelles*, 1998, [www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica](http://www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica), p. 557-569

REYES Mario G. et GRIEB Terrance, « The External Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *American Business Review*, January, 1998, vol. 16, n° 1, p. 1-7

RIVOLI Pietra, « Making a Difference or Making a Statement ? Finance Research and Socially Responsible Investment », *Business Ethics Quarterly*, 2003, vol. 13, n° 3, p. 271-287

ROLL Richard, « A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests », *Journal of Financial Economics*, 1977, vol. 4, n° 2, p. 129-176

ROSS Stephen A., « The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem », *American Economic Review*, May, 1973, vol. 63, n° 2, p.134-139

SALMON Anne, *Ethique et ordre économique, une entreprise de séduction*, éditions CNRS, collection Sociologie, Paris, 2002, 203 pages

SAUER David A., « The Impact of Social Responsibility Screens on Investment Performance : Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund », *Review of Financial Economics*, Summer, 1997, vol. 6, n° 2, p. 137-149

SAVAGE Grant T., NIX Timothy, W., WHITEHEAD Carlton J. et BLAIR John D., « Strategies for Assessing and Managing Organizational Stakeholders », *Academy of Management Review*, May, 1991, vol. 5, n° 2, p. 61-75

SCHWARTZ Mark S. et CARROLL Archie B., « Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach », *Business Ethics Quarterly*, 2003, vol. 13, n° 4, p. 503-530

SERRET Vanessa, « L'investissement éthique est-il rentable ? », *Actes de l'Atelier Développement Durable*, AIMS, Angers, 15 mai 2003, 14 pages

SETHI Prakash S., « Dimensions of Corporate Social Performance : An Analytical Framework », *California Management Review*, Spring, 1975, vol. 17, n° 3, p. 58-64

SHAPIRO Harvey D., « Social Responsibility Mutual Funds : Down the Down Staircase », *Business and Society Review*, Winter, 1974/1975, n° 12, p. 90-93

SHARFMAN Mark P. et PINKSTON T. S., « The Effects of Managerial Values on Social Issues Evaluation : An Empirical Examination », *Academy of Management Proceedings*, 1997, p. 416-420

SHARPE William F., « A Simplified Model for Portfolio Analysis », *Management Science*, January, 1963, p. 277-293

SHARPE William F., « Mutual Fund Performance », *Journal of Business*, January, 1966, vol. 39, n° 1, p. 119-138

SHARPE William F., « The Sharpe Ratio », *Journal of Portfolio Management*, Fall, 1994, vol. 21, n° 1, p. 49-58

SHLEIFER Andrei et VISHNY Robert W., « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, June, 1997, vol. 52, n° 2, p. 737-783

SIMERLY Roy L., « An Empirical Examination of the Relationship between Management and Corporate Social Performance », *International Journal of Management*, September, 2003, vol. 20, n° 3, p. 353-359

SMITH Adam, *Enquête sur la nature et les causes de la richesse des nations*, éditions Presses Universitaires de France, Paris, 1995, 1512 pages

SPIESER Philippe, *Information économique et Marchés financiers*, éditions Economica, Paris, 2000, 360 pages

STANWICK Peter A. et STANWICK Sarah D., « The Determinants of Corporate Social Performance : An Empirical Examination », *American Business Review*, January, 1998, vol. 16, n°1, p. 86-93

STATMAN Meir, « Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, May-June, 2000, vol. 56, n° 3, p. 30-39

STERNBERG Elaine, « Stakeholder Theory Exposed », *Economic Affairs*, Summer, 1996, p. 36-38

STERNBERG Elaine, « The Defects of Stakeholder Theory », *Corporate Governance : An International Review*, January, 1997, vol. 5, n° 1, p. 3-10

STERNBERG Elaine, « The Stakeholder Concept : A Mistaken Doctrine », working paper, Centre for Business and Professional Ethics, University of Leeds, 1999, 57 pages

STIGLITZ Joseph E., *La grande désillusion*, éditions Fayard, Paris, 2002, 325 pages

STIGLITZ Joseph E., *Quand le capitalisme perd la tête*, éditions Fayard, Paris, 2003, 415 pages

STURDIVANT Frederick D. et GINTER James L., « Corporate Social Responsiveness, Management Attitudes and Economic Performance », *California Management Review*, Spring, 1977, vol. 19, n° 3, p. 30-39

SUCHMAN Mark C., « Managing Legitimacy : Strategic and Institutional Approaches », *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20, n° 3, p. 571-610

TOSI Henry L., KATZ Jeffrey P. et GOMEZ-MEJIA Luis R., « Disaggregating the Agency Contract : The Effects of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making », *Academy of Management Journal*, June, 1997, vol. 40, n° 3, p. 584-602

TREBUCQ Stéphane, « Finance organisationnelle : un essai de représentation », *Actes des 7<sup>ème</sup> Journées Internationales d'Analyse Statistique*

*des Données Textuelles*, 2004, [www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica](http://www.cavi.univ-paris3.fr/lexicometrica), p. 1061-1068

TREYNOR Jack L. et BLACK Fisher, « How to Rate Management of Investments Funds », *Harvard Business Review*, January-February, 1965, vol. 43, n° 1, p. 63-75

TREYNOR Jack L. et BLACK Fisher, « How to Use Security Analysis to Improve Portfolio Selection », *Journal of Business*, January, 1973, vol. 46, n° 1, p. 66-86

TURBAN Daniel B. et GREENING Daniel W., « Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees », *Academy of Management Journal*, June, 1996, vol. 40, n° 3, p. 658-672

TURCOTTE Marie-France, M'ZALI Bouchra et LAPRUN Sandrine : « Etude des caractéristiques des fonds éthiques français », Centre de Recherches en Gestion, document 26-2001, CRG-ESG, Montréal, septembre 2001, 32 pages

ULLMAN Arie A., « Data in Search of a Theory : A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of US Firms », *Academy of Management Review*, 1985, vol. 10, n° 3, p. 540-557

VANCE Stanley C., « Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks ? », *Management Review*, vol. 64, n° 8, p. 18-24

VASSEUR Philippe, « Pas d'économie de Marché sans droit à la différence pour l'entreprise », *Actes du colloque « Coopératives et mutuelles, des entreprises efficaces et différentes sur le Marché »*, 26 & 27 octobre 2000, Brest, p. 60-73

VERNIMMEN Pierre, *Finance d'entreprise*, éditions Dalloz, Paris, 2002, 960 pages

VERNON Raymond, « International Investment and International Trade in the Product Cycle », *Quarterly Journal of Economics*, May, 1966, vol. 80, n° 2, p. 190-207

VERSCHOOR Curtis C. et MURPHY Elizabeth A., « The Financial Performance of Large U.S. Firms and Those with Global Prominence : How Do the Best Corporate Citizens Rate ? », *Business and Society Review*, 2002, vol. 107, n° 3, p. 37-380

WADDOCK Sandra A. et GRAVES Samuel B., « Finding the Link between Stakeholder Relations and Quality of Management », *Journal of Investing*, Winter, 1997, vol. 6, n° 4, p. 20-24

WEBER Max, *Economie et société*, éditions Pocket, Paris, 2001, 410 pages

WILLIAMSON Oliver E., « The Modern Corporation : Origins, Evolution, Attributes », *Journal of Economic Literature*, December, 1981, vol. 19, n° 4, p. 1537-1568

WILLIAMSON Oliver E., « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, July, 1988, vol. 43, n° 3, p. 567-591

WOKUTCH Richard E., « Social Investment Activities of a Select Group of Institutional Investors : A Survey of Catholic Religious Orders », *Academy of Management Proceedings*, 1981, p. 374-378

WOOD Donna J., « Corporate Social Performance Revisited », *Academy of Management Review*, October, 1991, vol. 16, n° 4, p. 691-718

---

**TITRE :** La gouvernance d'entreprise : positionnement et rôle des gérants de fonds socialement responsables

**RESUME :** Cette thèse développe une modélisation de la gouvernance de la firme fondée sur la légitimité du pouvoir.

Dans la première partie, nous développons une approche théorique de la gouvernance. Dans le premier chapitre, nous présentons la théorie de l'agence et la théorie des parties prenantes pour identifier les acteurs du processus productif. Dans un deuxième chapitre, nous cherchons à faire évoluer le paradigme en présentant un modèle de légitimité du pouvoir dans la firme.

Dans la seconde partie, nous produisons une approche empirique de la gouvernance. L'objectif est de comprendre l'imbrication des légitimités pragmatique, cognitive et morale de la firme dans sa recherche d'une adhésion des partenaires. Dans le troisième chapitre, une analyse de données textuelles permet d'identifier les attentes financières, partenariales et citoyennes de ces fonds socialement responsables (SR) en direction de l'entreprise. Dans le quatrième chapitre, nous comparons les performances de fonds et indices SR et traditionnels.

---

**TITLE :** Corporate governance : about socially responsible fund managers

**SUMMARY :** This thesis deals with a new corporate governance model based on legitimacy.

In the first part, we develop a theoretical model of corporate governance. In the first chapter, we present agency theory and stakeholder theory to identify the firm's stakeholders. In the second chapter, we develop a paradigm based on power legitimacy within the firm.

In the second part, we aim at understanding how pragmatic, cognitive and moral legitimacy are intermingle with a view to gaining stakeholder's support. In the third chapter, an analysis of textual data allows us to identify what socially responsible (SR) funds expect from firms, financially but also as stakeholders and citizens, stakeholder and citizen. In the fourth chapter, we compare the performance of SR indices and funds to traditional ones.

---

**DISCIPLINE :** Sciences de gestion

---

**MOTS-CLES :** gouvernement d'entreprise, responsabilité sociale et environnementale, légitimité, investissement socialement responsable, analyse de données textuelles, analyse de la performance

---

**INTITULE ET ADRESSE DU LABORATOIRE**

Laboratoire I.C.I (EA 2652) - Information, Coordination, Incitations  
Université de Bretagne Occidentale - 12, rue de Kergoat, CS 93837, F 29238  
Brest cedex 3 - Tél. : (00.33.2).98.01.73.67 - Fax : (00.33.2).98.01.73.02  
Courriel : [secretariat.ici@univ-brest.fr](mailto:secretariat.ici@univ-brest.fr)