

ANNEXE IV

LES METHODES MISES EN ŒUVRE PAR LES ACTEURS DE LA FINANCE SOCIALEMENT RESPONSABLE ET DE LA FINANCE SOLIDAIRE

La présente annexe a pour objet de présenter les principales méthodes actuellement utilisées par les acteurs de la finance socialement responsable et de la finance solidaire. Elle a notamment été réalisée, pour ce qui concerne les agences d'évaluation sociétale, à partir des travaux de l'ORSE¹. De plus, afin de rendre compte de la manière la plus exacte possible des démarches engagées par les acteurs rencontrés, les éléments qui suivent s'appuient très largement sur les documents de présentation qu'ils ont communiqués à la mission.

I. LES PRATIQUES D'ÉVALUATION ET D'ANALYSE DÉVELOPPÉES DANS LE CADRE DE LA FINANCE SOCIALEMENT RESPONSABLE

A. Cadre général

L'utilisation de critères socialement responsables dans la gestion de fonds d'investissement nécessite tout d'abord la mise en œuvre de méthodes spécifiques de collecte et de traitement de l'information. Faute d'expertise interne suffisante, les investisseurs ont eu tendance à recourir aux services de structures spécialisées dans la recherche et l'analyse des données sociales et environnementales des entreprises, et, le cas échéant, dans le filtrage (« screening ») et le classement (« rating ») de ces dernières. Toutefois, certains gestionnaires ont cependant développé en interne ces compétences. Il en est ainsi du gestionnaire de fonds suisse Sustainable Asset Management (SAM) ou de la compagnie d'assurance norvégienne Storebrand. Par ailleurs, les gérants de portefeuille doivent, au vu des informations communiquées, définir leurs univers d'investissement et s'assurer de la qualité de leur gestion en confrontant les résultats obtenus avec des indices de références appropriés. L'investissement socialement responsable met ainsi en jeu plusieurs mécanismes successifs.

Les entreprises font tout d'abord l'objet d'une analyse sociale et environnementale. Celle-ci comprend différentes étapes :

- la définition de la grille de critères environnementaux, sociaux et sociétaux qui sera appliquée aux entreprises pour évaluer leur niveau de responsabilité sociétale ;
- la collecte et le traitement des informations relatives aux entreprises ;
- la production de profils d'entreprises à l'usage des gestionnaires de fonds et de services destinés à les accompagner dans leurs choix d'investissement (index de référence, définition d'un univers restreint d'investissement selon des critères propres à l'agence ou définis par le commanditaire de l'étude, directives de vote aux assemblées générales des actionnaires, etc.).

Par ailleurs, cette information, à la différence des données comptables, n'est pas immédiatement disponible et sa présentation n'est pas homogène d'une entreprise à l'autre. Elle ne fait généralement pas l'objet de certification indépendante ce qui nécessite de mettre en œuvre des procédures de validation.

¹ « Guide des organismes d'analyse sociétale ». ORSE, novembre 2001.

ANNEXE IV – page 2 -

Dans un second temps, fort des renseignements obtenus auprès des agences d'évaluation et de notation, les gestionnaires de fonds élaborent des produits d'investissement socialement responsable. Cette démarche suppose de traiter les questions suivantes :

- la définition de l'univers d'investissement de départ ;
- l'utilisation des informations fournies par les agences d'évaluation et de notation pour construire un univers d'investissement socialement responsable ;
- la prise en compte des critères financiers pour sélectionner les valeurs du portefeuille et réduire son exposition pays et sectorielle ;
- le positionnement à adopter vis à vis des entreprises, notamment s'agissant de l'exercice des droits de vote en assemblées générales, et de l'engagement.

De manière générale, le positionnement des acteurs de la finance socialement responsable peut être examiné sous trois angles :

- en premier lieu, celui de leur degré d'indépendance vis à vis des entreprises et de leurs clients ;
- en deuxième lieu, celui de leur transparence vis à vis des entreprises qu'elles évaluent, de leurs clients et de leur clientèle ;
- en troisième lieu, celui des moyens qu'ils consacrent effectivement à l'évaluation de la responsabilité sociale et environnementale des sociétés.

B. Les techniques de collecte de l'information

Pour mettre en œuvre et motiver leurs choix d'investissement socialement responsables, les gestionnaires de fonds doivent disposer d'informations dont la nature diffère sensiblement des éléments classiquement utilisés pour la réalisation d'analyses financières. En outre, ils ne disposent pas *a priori*, en interne, des équipes compétentes pour traiter ces données ce qui les amène soit à recourir aux services d'agences spécialisées, soit à créer des cellules spécifiques en leur sein.

Toutes les agences d'analyse sociétale s'appuient sur des sources d'informations similaires :

- les rapports sociaux et environnementaux des entreprises – lorsqu'ils existent – ainsi que tous les éléments communiqués par les entreprises de manière spontanée ;
- l'information disponible auprès des médias, des pouvoirs publics ou par INTERNET ;
- des questionnaires rédigés à destination des entreprises pour approfondir la connaissance de leur fonctionnement ;
- des entretiens avec les représentants des entreprises pouvant déboucher sur des visites sur place ;

ANNEXE IV – page 3 -

- des renseignements obtenus auprès des parties prenantes, telles que les ONG, les représentants syndicaux, les associations de consommateurs, les sous-traitants et les fournisseurs.

Les différentes techniques de recherche d'information peuvent être résumées dans le tableau ci-dessous

Acteurs	Information disponible	Questionnaires	Visites d'entreprises	Entretiens avec le management	Entretiens avec les parties prenantes	Consultation des ONG
Agences d'évaluation sociétale						
ARESE	OUI	OUI	Parfois	OUI	OUI	OUI
Calvert	OUI	OUI		OUI	OUI	
Eiris	OUI	OUI		OUI		OUI
ETHIBEL/Stock at Stake	OUI	NON		OUI	OUI	OUI
IMUG	OUI	OUI	OUI	OUI		OUI
IRRC	OUI	OUI		OUI		OUI
Gérants de fonds						
SAM	OUI	OUI	Parfois	OUI		OUI
Storebrand	OUI	OUI	OUI	OUI		OUI
Triodos	OUI	NON		OUI	OUI	OUI

Source : ORSE, entretiens

1. L'utilisation de l'information disponible

Cette approche est la plus simple, mais aussi la plus fruste. Il s'agit de recueillir le plus d'informations possibles sur l'entreprise en utilisant exclusivement des documents publics.

L'information peut être obtenue auprès des entreprises elles même. Il s'agit notamment des rapports financiers et, lorsqu'ils existent des rapports sociaux et environnementaux, ainsi que des publications à caractère publicitaire, des fiches de recrutement, etc. La visite des sites Internet est également fréquemment utilisée.

L'information peut également être recueillie à l'extérieur des entreprises auprès de la presse, des administrations notamment dans les pays anglo-saxons et d'ONG. Les informations provenant des agences gouvernementales sont particulièrement appréciées des analystes. Il s'agit en effet de données chiffrées (dans le domaine de l'environnement notamment) et normées qui permettent d'effectuer des comparaisons entre entreprises et de mesurer l'évolution de leurs comportements dans le temps.

Ce système de recueil des informations présente néanmoins de réelles insuffisances :

- **il fait la part belle aux sociétés « communicantes »** qui produisent de multiples documents d'information sans qu'il soit toujours possible de s'assurer des écarts pouvant exister entre les dires et les pratiques des entreprises. Il ne donne donc pas nécessairement une image fidèle de leur comportement effectif au regard des enjeux sociaux et environnementaux ;
- **les documents sont hétérogènes et lacunaires.** Il est donc difficile d'effectuer des comparaisons entre entreprises, voire même, pour la même entreprise, de mesurer l'évolution des pratiques car les informations fournies diffèrent fréquemment d'une année sur l'autre ;

- **la sincérité des informations est difficilement évaluable**. Pour les rapports sociaux et environnementaux les certifications des auditeurs sont encore essentiellement formelles. Dans le cas d'informations émanant de sources externes, leur objectivité peut parfois être contestée. Tel est le cas par exemple des ONG qui fournissent des informations de qualité inégale.

Ce système est souvent utilisé pour établir des présélections d'entreprises. Ainsi, pour limiter le nombre de questionnaires à envoyer et à exploiter, SAM effectue une analyse très large à partir de la documentation disponible sur les éléments environnementaux et d'innovation.

2. La recherche d'informations auprès de l'entreprise et de ses parties prenantes

Il s'agit dans ce cas de dépasser le simple cadre de l'information disponible, pour tenter d'obtenir des informations complémentaires auprès de l'entreprise et de ses parties prenantes.

L'agence ETHIBEL utilise l'information provenant des entreprises en consultant les documents émanant de l'entreprise et accessibles au public tels que les rapports annuels, les rapports environnementaux, les sites Internet et en engageant directement un dialogue avec celles-ci. Cet échange peut revêtir plusieurs formes et aller jusqu'à des visites sur place. Par ailleurs, ETHIBEL enrichit ses informations auprès des parties prenantes des entreprises. Elle s'adresse notamment aux syndicats, aux groupes environnementaux et aux organisations pour la défense des droits de l'homme. Ils sont contactés de manière systématique et amenés à donner leur avis sur la politique et les performances de l'entreprise. Ces échanges ont deux objectifs principaux :

- obtenir des informations complémentaires non immédiatement disponibles ;
- confronter les informations émanant de plusieurs sources afin de s'assurer de leur niveau de pertinence et de leur fiabilité.

3. L'utilisation de questionnaires

Outre le recueil des informations disponibles et leur recoupement auprès de sources externes, les analystes peuvent également recourir à des questionnaires spécifiques adressés aux entreprises. Ces derniers reflètent l'approche de l'investissement socialement responsable retenue par leur concepteurs. Cette méthode a deux avantages essentiels :

- recueillir des informations très précises qu'il serait difficile d'obtenir par d'autres moyens ;
- obtenir des informations homogènes dans le temps (pour la même entreprise) et dans l'espace (pour différentes entreprises), ce qui permet d'effectuer des comparaisons pertinentes.

Elle présente néanmoins la difficulté de soumettre les entreprises à de multiples sollicitations différentes émanant d'agences d'évaluation sociétale et de gérants de portefeuille multiples.

Par ailleurs, les organismes d'analyse recouvrent en fait des réalités très diverses tant pour ce qui concerne leurs statuts que leurs objectifs. Leurs approches, notamment dans le domaine de l'exclusion de certains secteurs d'activité, divergent nettement. Cette diversité se retrouve dans les modes d'élaboration des questionnaires.

a. Une approche largement utilisée

La grande majorité des structures d'analyse a désormais recours à cette technique. Ainsi, la société d'assurance norvégienne Storebrand utilise trois sources principales d'information pour la sélection des entreprises devant entrer dans l'univers d'investissement de ses fonds ISR :

- les informations communiquées par les entreprises, les rencontres avec les directions et les visites d'entreprises ;
- les informations recueillies auprès des consultants externes, des ONG, des médias ;
- des questionnaires spécifiques portant sur des données sociales et environnementales.

Pour sa part, ARESE recourt de nombreuses sources d'informations :

- les documentations en provenance des entreprises ;
- la documentation externe ;
- les contacts avec l'entreprise ;
- les contacts avec des réseaux d'information, les partenaires des entreprises, avec des experts, avec des ONG et des organisations internationales ;
- des questionnaires spécialisés par secteur et par thèmes.

Cette technique du questionnaire par secteur est également utilisées par la banque UBS. Après avoir effectué une première sélection des entreprises sur le fondement des documents émanant de celles-ci, trois types de questionnaires leur sont envoyés :

- un questionnaire sur leur comportement social ;
- un questionnaire centré sur les problèmes environnementaux ;
- un questionnaire propre à leur d'activité.

b. Les questionnaires témoignent des approches des agences d'évaluation sociétale

→ La dimension sociale

La dimension sociale est traitée différemment selon les agences. Ainsi, le chapitre social (« social dimension ») du questionnaire de l'agence SAM² ne comporte aucune question relative aux plans sociaux, aux heures supplémentaires ou à la politique de formation. Au contraire UBS pose des questions concernant les licenciements et le turn-over. De même, l'approche d'ARESE est extrêmement détaillée sur les questions intéressant la gestion de l'emploi³ et des carrières, ainsi que les conditions de travail.

² « *Corporate Social Responsibility Assessment Questionnaire* ».

³ Les questions portent notamment sur le recours aux plans sociaux, l'étendue de ces derniers, les modalités de reclassement du personnel.

Dans ces conditions, la politique sociale des entreprises est appréhendée sous des angles très différents. SAM privilégie la politique externe et notamment les relations avec les populations locales, les fournisseurs et les clients. Pour sa part ARESE oriente davantage son analyse sur les relations sociales internes.

Les analystes américains mettent également en oeuvre des approches différenciées. Dans l'enquête d'ISS (Institutional Shareholder Services), le volet social s'articule autour de sept points :

- le travail des enfants, notamment dans les pays en développement ;
- la parité homme/femme ;
- l'hygiène et la sécurité sur les lieux de travail ;
- le recours à des ateliers de travail forcé ;
- l'absence d'appel au boycott des produits par l'AFL-CIO ;
- le respect des orientations sexuelles et notamment les aides apportées aux groupes d'employés homosexuels dans leur accès aux postes de responsabilité ;
- l'égal accès des minorités raciales à l'emploi.

Ce questionnaire appelle plusieurs remarques. Premièrement, les deux derniers points ne sont pas compatibles avec la législation française qui n'est pas favorable aux dispositifs de discrimination positive et condamnerait les entreprises qui assureraient un suivi de leurs « minorités ethniques et sexuelles ». Deuxièmement, la problématique de l'emploi n'est pas abordée qu'il s'agisse des recrutements ou des plans sociaux. Troisièmement, le questionnaire porte essentiellement sur le respect des dispositions réglementaires et aborde peu la plus-value apportée volontairement par l'entreprise.

→ La dimension environnementale

Celle-ci est également mesurée de manière très différenciée selon les questionnaires. L'ISS se focalise essentiellement sur le respect de la réglementation en vigueur alors que l'IRRC reprend l'intégralité des propositions du GRI et a élaboré à partir de cette base un questionnaire extrêmement détaillé. Les agences EIRIS et ETHIBEL, pour leur part, abordent la question de l'adoption de normes de type ISO.

→ Des questionnaires parfois imprécis

A l'hétérogénéité des approches s'ajoute parfois l'imprécision des définitions. Ce cas peut être illustré par le questionnaire d'EIRIS sur la gestion en matière d'environnement. Il est en effet demandé aux entreprises d'indiquer si elles ont une politique en matière d'environnement sans préciser ce que l'on entend par le terme de « politique », et notamment s'il s'agit d'un ensemble de procédures de maîtrise des risques (de type ISO 14 000) ou simplement un code de bonne conduite.

Lorsque les agences font l'effort de traduire leurs enquêtes, les résultats ne sont pas toujours probants. Ainsi la question n° 8 du questionnaire d'EIRIS sur « les normes en matière de relation avec les intéressés » est ainsi libellée : « *veuillez indiquer toute organisation externe, telle que des ONG.../groupes au sein de la commune, etc... qui sont consultés par votre société en préparant les rapports aux sujets concernés ?* » (en français dans le texte).

Par ailleurs, les informations ne sont pas toujours légalement communicables. Ainsi la question n°9 de l'enquête de l'agence EIRIS sur « les normes en matière de relations avec les intéressés » est la suivante : « *votre société a-t-elle fait un engagement public pour la conformité aux normes minimum concernant l'égalité des chances et la diversité pour tous les employés dans le monde entier en référence incluant les points suivants :*

- *le sexe ;*
- *l'origine ethnique ;*
- *l'âge ;*
- *la religion ;*
- *les handicaps ;*
- *l'orientation sexuelle. »*

Il est ainsi demandé de quantifier précisément les résultats obtenus⁴.

Les questionnaires traduisent donc des approches culturelles différentes de la part des agences et renvoient à la difficulté de trouver une définition universelle de l'entreprise socialement responsable.

C. L'attitude des entreprises

Les entreprises sont directement concernées par les demandes d'informations émanant des agences d'analyse environnementale et sociale. La diversité des sollicitations est d'ailleurs relevée par l'ORSE dans les conclusions de son groupe de travail sur « la notation sociale des entreprises ». Celles-ci soulignent en effet que « *les résultats de l'évaluation sociétale d'une entreprise dépendent très directement de l'organisme qui la mène* ». Cette situation provient, d'une part, de la diversité des méthodes d'analyse, et, d'autre part, du faible niveau de dialogue entre les organismes d'étude et les entreprises.

Les entreprises ont en effet du mal à discerner l'importance relative des sollicitations auxquelles elles sont soumises, notamment s'agissant des questionnaires dont elles sont destinataires. Ces derniers, souvent en anglais, ne portent pas nécessairement sur des informations disponibles dans l'entreprise, voire même légales. Ainsi, plus que l'utilisation qui en faite c'est bien la pertinence et l'homogénéité des informations demandées qui pose aujourd'hui problème.

En outre les entreprises sont parfois réticentes à communiquer à des agences des informations confidentielles surtout lorsque les méthodes d'analyse utilisées et parfois leurs résultats ne sont pas communiqués.

⁴ « What percentage of the company's managers come from ethnic minorities ? »

C'est la raison pour laquelle les grandes entreprises définissent des stratégies pour mieux répondre à ces sollicitations externes. Dans un document de novembre 2000, CSR Europe a examiné les stratégies de reporting ainsi que les pratiques et les moyens d'évaluation de la performance sociale et environnementale de 45 entreprises multinationales.⁵

Cette étude visait à analyser les pratiques de communication internes et externes et non les pratiques de management. Elle met en évidence l'hétérogénéité des comportements des entreprises dans ces domaines.

Les entreprises ont essentiellement une approche de la responsabilité sociétale par les parties prenantes. Toutes les entreprises examinées ont recours à des standards ou à des labels, notamment dans le domaine de l'environnement (44/45) mais également pour ce qui concerne le « marketplace »⁶ (32/45) et le « workplace »⁷ (26/45). 31 des 45 entreprises ont adopté des codes de conduite essentiellement en matière d'éthique (23/31), de valeurs (19/31) et d'environnement (18/31). 40 sociétés ont mis en œuvre des procédures de consultation de leurs partenaires (fournisseurs, clients etc.) dans le domaine de l'environnement (32/40) du marketplace (24/40) et du workplace (24/40).

Les entreprises communiquent volontiers sur leur vision et leurs valeurs (98%), leur engagement local (91%) et leur action en faveur du développement économique. Au contraire, les entreprises communiquent moins sur le dialogue social (24/45) et sur le respect des droits de l'homme (20/45). L'analyse des rapports globaux publiés par les entreprises illustre ce phénomène. 18 des 45 compagnies analysées par CSR publient un rapport social couvrant l'ensemble de la problématique ISR. 10 sont implantées en Grande Bretagne et 8 dans les autres pays d'Europe (dont Danone et EDF en France).

Il semble donc que les sollicitations des investisseurs socialement responsables mais aussi la démarche volontaire des grandes entreprises aient amené une évolution des stratégies de communication. Celle-ci devra se prolonger par une amélioration des relations avec les agences d'évaluation sociétale. Pour cela, la définition de règles de bonne conduite mutuelle semble souhaitable. Ces règles supposent, cependant, pour être véritablement efficaces, d'inclure un engagement de sincérité de la part des entreprises et, en contrepartie, pour les agences d'évaluation, des clauses de confidentialité concernant les informations sensibles qui leur sont fournies, ainsi qu'une obligation de transparence concernant les résultats de leur analyse et un droit de réponse des entreprises.

D. Le traitement des informations recueillies

A l'issue de la collecte des données, les organismes d'évaluation sociétale doivent procéder à leur analyse. Au terme de cette exploitation, ils peuvent mettre en œuvre quatre approches complémentaires :

- la mise à disposition de leur clients d'informations traitées leur permettant de définir leurs univers d'investissement (EIRIS), voire de proposer un univers d'investissement (ETHIBEL) ;

⁵ Communication de CSR Europe « *transparency, reporting, accountability* ». Analyse portant notamment sur les pratiques de ASG, Barclays, BP, British Airways, BT, Coop Italia, The cooperative Bank, Danone Group, EDF, Norsk Hydro, Novo Nordisk, Procter et Gamble, Rabobank, Rio Tinto, Shell, Telecom Italia, TXU, United Utilities.

⁶ A savoir le positionnement de l'entreprise sur son marché, c'est-à-dire vis à vis de la concurrence, de ses fournisseurs et de ses clients.

⁷ Il s'agit du positionnement interne de l'entreprise, en particulier vis à vis de ses salariés.

- la notation des entreprises (ARESE) ;
- l'élaboration d'indices de référence (ARESE, SAM, et FTSE à partir des données d'EIRIS) ;
- la proposition de recommandations de vote concernant les projets de résolution soumis en assemblées générales des actionnaires.

1. L'analyse des données

a. La définition de grilles de critères d'évaluation

La base d'analyse est généralement extrêmement large (5 000 entreprises pour UBS) et ce n'est qu'à l'issue de filtres successifs que les analystes arrêtent la liste des entreprises sélectionnées pour un examen approfondi. Les filtres utilisés peuvent être négatifs ou positifs.

→ Les filtres d'exclusion

Il s'agit historiquement des premiers outils utilisés en matière d'analyse sociétale des entreprises. Ces filtres correspondent à des critères d'appartenance à des secteurs considérés comme nuisibles ou de production de biens et services perçus également comme tels. Une entreprise qui ne passe pas un filtre est le plus souvent exclue de l'univers d'investissement. Il arrive également qu'elle ait à faire l'objet d'une analyse approfondie pour pouvoir être rattrapée.

Les critères d'exclusion étaient initialement liés à des considérations éthiques ou morales ; leur liste tend aujourd'hui à s'élargir à des produits ou des technologies dont l'impact sur l'environnement est regardé comme négatif ou trop mal connu. Il en est ainsi, par exemple, du filtre excluant les entreprises qui produisent des biens incorporant des organismes génétiquement modifiés (OGM).

→ Les critères d'exclusion

L'annexe I témoigne de la diversité des références utilisées. Celles-ci se révèlent étroitement liées à l'histoire et à la culture des investisseurs de chaque pays. A titre d'exemple, l'exclusion des entreprises qui font des expériences sur les animaux est plus fréquente au Royaume-Uni que dans les autres pays européens.

Les critères d'exclusion utilisés peuvent s'inscrire schématiquement dans la typologie suivante :

Type de critères	Exemples de critères	Exemples d'agence de notation / fonds qui en tiennent compte
Critères historiques (à connotation généralement éthique)	Industrie ou commerce de l'armement	Ethos, Calpers, KLD, EIRIS; Jupiter
	Industrie de l'alcool	EIRIS, IRRC, Jupiter
	Jeux de hasard/d'argent	Ethos, EIRIS, KLD, Jupiter
	Pornographie	EIRIS, Jupiter
	Industrie du tabac	La majorité des acteurs rencontrés à l'exception de certains acteurs Français
Critères éthiques complémentaires	Contraception	IRRC
	Exploitation des animaux	Jupiter
Critères sociétaux	Activités dans des pays à régime répressif (Birmanie, etc.)	Calpers
	Non-respect des normes de l'OIT (travail forcé, travail des enfants, etc.)	Calpers, Jupiter
Critères environnementaux	Energie nucléaire	Tous les acteurs rencontrés à l'exception de certains acteurs Français
	Production de substances toxiques ou nuisibles à l'environnement	IRRC, EIRIS
	Production de produits incorporant des organismes génétiquement modifiés	Ethos, IRRC, EIRIS

La spécificité française apparaît nettement. Il s'agit, en effet, du seul pays où tant les agences d'analyse sociétale que les gestionnaires de fond n'ont pas adopté une approche systématique d'exclusion sectorielle. Ce positionnement est ancien puisque le premier fond éthique apparu en France en 1983 avait déjà adopté ce principe de gestion, alors même qu'il était d'inspiration religieuse (catholique), au même titre que les fonds « historiques » anglo-saxons (protestants, en règle générale) qui sont à l'origine des premiers critères d'exclusion.

Cette particularité est aujourd'hui renforcée par le fait qu'ARESE, l'agence de notation sociétale la mieux implantée sur le territoire a expressément exclu cette démarche.

→ Les méthodes de « filtrage » utilisées

Deux approches doivent être distinguées :

- une approche absolue, en premier lieu, conduisant à rejeter de l'univers d'investissement des entreprises qui interviennent dans les secteurs exclus quelle que soit leur implication ;
- une approche relative, en second lieu, qui fixe la limite considérée comme tolérable d'intervention dans les secteurs exclus (cette orientation s'appuie en règle générale sur des indicateurs de type pourcentage du chiffre d'affaires total des entreprises réalisé dans les secteurs exclus).

A titre d'exemple, KLD fixe un seuil maximal de 2 % du CA ou de 58 M€ de chiffre d'affaires réalisé dans l'armement. Calvert, pour sa part, exclut les producteurs d'armes à feu et les entreprises dont un montant supérieur à 10 % du chiffre d'affaires a été réalisé grâce à un contrat d'armement passé avec la puissance publique. Enfin, certains investisseurs ont adopté une approche absolue s'agissant de ce secteur.

Ces méthodes ont chacune leurs limites. L'approche absolue présente le mérite de la simplicité et de la transparence, mais elle place sur le même plan des entreprises fortement impliquées dans les secteurs exclus et des sociétés qui n'y exercent qu'une activité marginale. L'approche relative, à l'inverse, pose le problème de la définition d'un seuil d'activité pertinent et de la légitimité de ce seuil.

→ De manière générale, l'approche négative soulève deux difficultés

Sur le plan des principes, tout d'abord, on peut s'interroger sur la pertinence d'une démarche qui exclut du système financier des activités légales, ce qui n'est pas sans conséquences sociales directes.

En terme de méthode, ensuite, la définition du périmètre sectoriel d'intervention des entreprises apparaît particulièrement délicat. Cette difficulté est particulièrement sensible s'agissant du secteur de l'armement qui fait appel à de multiples intervenants directs et indirects : fournitures de matières premières, de pièces détachées industrielles, de services tels que les communications, les services financiers, etc. Cette difficulté est moins prégnante pour les critères géographiques ou liés au type de biens produits par les entreprises.

b. Les critères positifs

Les critères sont extrêmement nombreux et renvoient à la définition que donnent les agences d'évaluation sociétale de la notion de responsabilité sociale et environnementale. Les critères peuvent être quantitatifs ou qualitatifs.

→ Les critères quantitatifs

Ce sont apparemment les plus simples à recueillir et à mobiliser ; dans les faits l'exercice n'est pas aussi aisé :

- les informations ne sont pas forcément disponibles. En effet, certaines données sont recueillies dans des pays et pas dans d'autres (émission de gaz à effet de serre, ou consommation de bois exotique), ce qui oblige alors les entreprises à mettre en œuvre des systèmes de reporting spécifiques. Dans d'autres cas, les informations communiquées par les entreprises sont mises à la disposition des agences d'évaluation par les administrations (Etats-Unis), ce qui n'est pas le cas dans d'autres pays (France) ;
- d'autres informations ne sont pas légalement communicables dans certains pays comme par exemple en France la proportion de personnes appartenant à des minorités ethniques ou sexuelles dans le « top management » ;
- enfin, certaines informations ne sont pas utilisables dans l'absolu et nécessitent d'avoir des comparaisons sectorielles ou temporelles.

→ Les critères qualitatifs

Les critères qualitatifs sont extrêmement divers selon les agences et renvoient directement au contenu des questionnaires. Ils vont de la qualité du packaging, au caractère biodégradable des composants, en passant par les modalités d'association des parties prenantes et à l'élaboration des codes de conduite ou de déontologie. Il est dans les faits impossible d'en dresser une liste, même indicative.

Par ailleurs, leur utilisation revêt une part de subjectivité.

c. L'appréciation absolue ou relative

→ Les limites de l'approche absolue

L'approche absolue est très largement mise en œuvre pour l'appréciation des critères négatifs (exclusion sectorielle) et de certains critères quantitatifs. Le jugement dans l'absolue des performances sociales et environnementales rencontrent pourtant rapidement ses limites. Il est en effet extrêmement difficile de comparer des entreprises de secteurs différents ou confrontées à des réglementations nationales diverses.

→ L'approche relative

Les structures d'analyse adoptent désormais largement des approches par secteurs notamment dans le domaine environnemental.

L'approche relative peut être « best in class » ou « best in sector ». Dans ce cas, l'analyse permet de rechercher les entreprises réalisant les meilleures performances au sein d'un secteur d'activité donné. Le découpage par secteur est néanmoins parfois délicat pour des conglomérats ayant plusieurs cœurs de métiers. Il reprend en règle générale celui utilisé par les indices classiques des marchés réglementés (Dow Jones, MSCI, STOXX, etc.).

Cette démarche est prolongée par certains analystes (IRCC) par une approche « best in country » permettant de relativiser la position des entreprises en fonction de la réglementation locale. Elle peut notamment être utilisée en matière sociale pour l'analyse des grilles de rémunération et du temps de travail.

Enfin, certains analystes (Crédit Lyonnais Asset Management, par exemple) ont recours à une analyse en tendance permettant de tenir compte des efforts accomplis par l'entreprise.

A l'issue de ce travail d'analyse, les agences ou les structures de screening définissent un univers d'entreprises « socialement responsables » au sein duquel les investisseurs peuvent réaliser leur choix d'investissement. Néanmoins, certaines agences vont au-delà en opérant un classement des entreprises.

2. Le classement, la notation et le rating

Ce type de démarche est notamment suivi par ETHIBEL et ARESE.

a. L'approche d'ETHIBEL

ETHIBEL a recours à une logique de classement articulée autour de quatre axes :

- la politique sociale interne concernant notamment la qualité de l'environnement professionnel, les attentes des employés et leur prise en compte par le management ;
- la politique environnementale, et notamment la stratégie de l'entreprise dans le domaine de l'environnement tant pour ce qui concerne sa gestion que la qualité de ses produits ;
- la politique sociale externe, notamment pour ce qui concerne les droits de l'homme, la communication avec les parties prenantes, les investissements sociaux, les relations avec les pays en voie de développement ;

- la politique éthico-économique et notamment la manière dont l'entreprise maîtrise les risques liés à son développement.

Chacun des domaines fait l'objet d'une notation de 1 à 5 fondée sur 70 critères différents, ETHIBEL distingue alors :

- les notations fondées sur des critères absolus tels que la présence d'une politique (sociale ou environnementale) ou l'absence de conflits ;
- les notations fondées sur des critères relatifs tels que la comparaison avec la moyenne du secteur ou de la zone géographique ;
- les notations fondées sur l'évaluation d'experts ou de parties prenantes comme les syndicats.

La note définitive est obtenue par agrégation des notes obtenues sur chaque critère en sachant qu'une égale importance est accordée à chaque domaine. Les scores vont de 1 à 5 :

- 1 = éloigné de la moyenne ou insuffisance sérieuse ;
- 2 = sous la moyenne, point faible pour l'entreprise ;
- 3 = moyenne, normal pour le secteur ;
- 4 = au-dessus de la moyenne, point fort pour l'entreprise ;
- 5 = exceptionnel, l'entreprise joue dans ce domaine un rôle pionnier.

A l'issue de cette démarche et au vu des résultats obtenus, le conseil d'administration, après avis de la commission du registre⁸ décide de retenir l'entreprise dans l'univers d'investissement d'ETHIBEL.

b. L'approche d'ARESE

Pour ARESE, le processus de rating doit permettre une comparaison sectorielle des entreprises. Dans ce cadre l'agence ne reprend pas forcément les nomenclatures sectorielles existantes (boursière notamment). L'agence considère que l'évaluateur est libre d'établir la nomenclature de comparaison la plus adaptée. La méthode permet à ARESE de proposer une segmentation des entreprises fondée sur une logique sectorielle. Elle utilise alors cinq classes par critères et par secteurs d'activité.

→ Les classes

- les entreprises pionnières, note ++ ;
- les entreprises en avance, note + ;
- les entreprises dans la moyenne, note =
- les entreprises en devenir, note – ;

⁸ ETHIBEL tient un registre des entreprises considérés socialement responsables. Seuls les produits financiers placés dans des entreprises du registre peuvent prétendre au label ETHIBEL.

- les entreprises peu concernées, note - - .

Les classes sont attribuées en fonction des comportements du secteur d'activité. Les ratings extrêmes sont rares, ils ne sont attribués que si la distribution des notes chiffrées traduit des écarts très significatifs.

→ Les critères

Ils sont au nombre de cinq :

- le critère de ressources humaines recouvre l'étude des relations de l'entreprise avec ses collaborateurs (gestion de l'emploi, des carrières, employabilité, politique de rémunération, conditions de travail, hygiène et sécurité, climat social, satisfaction des salariés, cohésion sociale) ;
- le critère de l'environnement recouvre l'analyse de l'intégration de l'environnement par l'entreprise. Ce critère comprend des thèmes transversaux (la gestion des risques environnementaux, le contrôle des prescriptions légales, les programmes d'économies des ressources, les programmes de recyclage et d'élimination des déchets, la gestion des transports) ;
- le critère clients et fournisseurs concerne l'analyse des partenariats mis en place par l'entreprise et vise à mesurer comment l'entreprise s'intègre dans la chaîne de transformation et de distribution et vise à évaluer sa conduite tant en amont qu'en aval ;
- le critère actionnaires porte sur l'étude des relations établies par l'entreprise avec ses actionnaires et les modalités de mise en œuvre des principes de gouvernement d'entreprise ;
- le dernier critère concerne l'étude des partenariats mis en place par l'entreprise avec des acteurs économiques et sociaux, des communautés nationales ou locales dans lesquelles l'entreprise a décidé de s'impliquer (mécénat, lutte contre l'exclusion, développement du tissu économique local).

Ce travail permet la constitution du classement d'ARESE. L'agrégation au sein de celui-ci d'entreprises intervenant dans des secteurs d'activité différents donne lieu à des pondérations permettant d'obtenir un ensemble plus homogène. Le classement est alors communiqué aux investisseurs qui peuvent l'utiliser pour définir leur univers d'investissement. En règle générale, celui-ci correspond à l'ensemble des entreprises notées « + » et « ++ » par ARESE. Cependant, certains gérants établissent leur propre classement en paramétrant de manière différente chacun des cinq critères retenus par l'agence d'évaluation. Ainsi, CLAM utilise les résultats de l'analyse sociétale du cabinet ARESE, mais en pondère les résultats en mettant l'accent sur l'environnement et les ressources humaines

c) Les limites des approches synthétiques visant à évaluer le niveau de responsabilité sociétale des entreprises

Les classements auxquels aboutissent des agences comme ARESE reposent sur des méthodes qui synthétisent des données par nature non homogènes. Les effets de moyenne peuvent ainsi conduire à noter de manière globalement positive une entreprise qui a pourtant un comportement environnemental – par exemple – évalué de façon très négative.

De façon plus générale, en l’absence de définition consensuelle de la responsabilité sociétale, ce type de démarches se borne à refléter les approches que les agences d’évaluation sociétale ont de cette notion. La même difficulté se rencontre s’agissant des indices de valeurs socialement responsables qui ont été élaborés ces dernières années.

3. Les modalités d’élaboration des indices socialement responsables traduisent la grande diversité des approches mises en œuvre en la matière

L’agence KLD⁹ a élaboré en 1990, le premier indice dédié à l’investissement socialement responsable : le Domini Social Index 400 composé des entreprises considérées les plus responsables du « Standards and Poors 500 ». Plusieurs indices du même type ont été développés en Europe. La démarche présente un triple intérêt :

- permettre d’élaborer des produits financiers fondés sur l’univers d’investissement couvert par ces indices ;
- faciliter la comparaison du rendement des valeurs ISR par rapport à l’ensemble des valeurs cotées dans les grands indices internationaux ;
- créer des benchmarks de référence pour les fonds ISR

a. Ethical Index Euro Sirocco

La société E.Capital Partners¹⁰, a récemment d’élaboré l’ETHICAL INDEX EURO SIROCCO, consultable sur le site italien Soldionline. Calculé et publié en Euros, cet indice est constitué de 150 des plus importantes sociétés socialement responsables, cotées dans 15 pays européens, selon la répartition locale suivante :

Pays	Nombre de sociétés	Capitalisation en milliards d’euros	Proportion
Grande-Bretagne	42	835 887	25,79%
France	18	467 140	14,41%
Italie	19	374 735	11,56%
Allemagne	12	324 871	10,02%
Suisse	10	291 322	8,99%
Pays Bas	12	271 364	8,37%
Espagne	6	219 517	6,77%
Finlande	2	141 747	4,37%
Suède	10	102 479	3,16%
Belgique	5	68 730	2,12%
Irlande	4	46 287	1,43%
Portugal	3	35 428	1,09%
Danemark	3	27 951	0,86%
Grèce	3	21 499	0,66%
Norvège	1	12 730	0,39%
	150	3 241 687	

Mars 2001

On observe une nette prédominance des valeurs britanniques qui représentent le quart des sociétés et de la capitalisation. 31% de ces valeurs appartiennent au secteur des communications, 42% au secteur financier, 13% au secteur de la consommation et 3% sont des services publics.

Les critères de sélection retenus reposent sur trois niveaux d’analyse :

⁹ Fondée par Amy DOMINI.

¹⁰ Conseil en investissement spécialisé en Asset Management et Corporate Finance, né d’un partenariat entre Gruppo RE et Valadani, Vicari & Associati Group.

- les critères négatifs peuvent entraîner l'exclusion du titre ;
- les critères positifs s'appuient sur une évaluation du comportement des entreprises à l'égard de leurs parties prenantes ;
- un ajustement sectoriel permet de tenir compte des spécificités sociales et environnementales propres aux secteurs auxquels se rattachent les entreprises analysées.

→ Les critères négatifs utilisés

Les critères d'exclusion utilisés sont classiques. Il s'agit du tabac, de l'alcool, de l'industrie de l'armement, du nucléaire, de la pornographie, des jeux, de la concurrence déloyale et de la contraception. Toute société qui ne satisfait pas à ces critères d'exclusion est automatiquement rejetée.

→ Les critères positifs mis en oeuvre

Les critères positifs sont également classiques. Il s'agit :

- de la nature des produits ;
- du respect de l'environnement ;
- de l'investissement de l'entreprise dans la collectivité ;
- du respect des minorités ;
- de la transparence ;
- de la corporate gouvernance.

Les critères positifs permettent ainsi d'apprécier la place du « capital humain » dans l'entreprise, le respect de la loi et des conventions internationales les plus importantes (sur les droits de l'homme notamment), la qualité des relations entre l'entreprise et ses parties prenantes (fondée sur la satisfaction personnelle et économique desdites parties), l'existence de règlements portant sur la gestion continue des relations avec les parties prenantes, les stratégies à long terme, les qualités de transparence de la communication à l'égard de l'ensemble des parties prenantes.

→ Les limites de l'indice

Les entreprises sont évaluées trimestriellement en fonction d'informations provenant directement des entreprises, de données communiquées par 5 000 agences de presse et l'opinion de groupes d'activités sociétaux. Néanmoins, les modes de contrôle semblent imprécis. Surtout la liste nominative des valeurs le composant n'est pas communiquée.

b. DJSI

L'indice Dow Jones Sustainability Index (DJSI) a été lancé en 1999 par SAM qui assure l'analyse, la notation et la sélection des sociétés qui font l'objet d'un examen annuel. Il existe actuellement deux univers différents :

- le DJSI world qui sélectionne 250 entreprises parmi un univers de départ de 2 500 ;

- le DJSI STOXX qui sélectionne les entreprises partir des sociétés composant le Dow Jones Euro Stoxx.

L'univers définitif est obtenu à l'issue de trois filtres successifs :

- classement des entreprises en 60 secteurs et notation des entreprises selon les critères de SAM. Si la note de la meilleure entreprise du secteur est inférieure à 20/100, l'ensemble du secteur est exclu ;
- analyse des entreprises et notation. Si la note obtenue par l'entreprise est inférieure au tiers de la meilleure note de son secteur, elle est exclue ;
- sélection des meilleures entreprises par secteur pour atteindre un niveau d'au moins 20% de la capitalisation de secteur dans le DJSI.

L'indice de SAM reprend les techniques de recherche d'information et d'analyse de cette agence. Il apparaît très sélectif car il cumule des exclusions sectorielles et des critères positifs sévères. Toutefois, l'équilibre de l'univers ainsi défini devrait être assuré par le plancher de 20% de la capitalisation par secteur. Les gestionnaires de fonds devraient avoir ainsi la possibilité d'équilibrer plus facilement leurs portefeuilles.

c. FTSE4good

FTSE a lancé en juillet 2001 quatre indices socialement responsables fondés sur des univers différents :

- le FTSE4Good Global qui dérive du FTSE All-World Developed ;
- le FTSE4Good US qui dérive du FTSE All-World USA ;
- le FTSE4Good Europe qui dérive du FTSE All-World Developed Europe ;
- le FTSE4Good UK qui dérive du FTSE All-Share.

→ Les critères d'analyse

Pour élaborer ses critères d'analyse, et afin de répondre aux attentes du marché des investisseurs socialement responsables, FTSE obtient des informations auprès de trois sources :

- EIRIS qui interroge les sociétés susceptibles d'intégrer l'index et qui s'assure de l'exactitude des informations déjà en sa possession ;
- la communauté mondiale de l'investissement responsable, avec laquelle FTSE discute de ses critères et de la méthodologie employée ;
- les groupes d'intérêt (organisations caritatives, militants, groupes de pression) engagés dans le débat socialement responsable, avec lesquels FTSE analyse les définitions, les principes et les standards retenus pour la qualification de sociétés socialement responsables.

→ Les fondements du FTSE4Good

Les bases de travail retenues pour le FTSE4Good pour choisir les quatre paniers de valeurs s'appuient sur l'examen des codes de conduite des entreprises et de conventions internationales, telles que :

- le « Global Compact » de l'ONU ;
- l' « Ethical Trading Initiative Base Code » ;
- les « Principes pour les multinationales » de l'OCDE ;
- les « Global Sullivan Principles »¹¹ ;
- les « Caux Roundtable Principles » (principes pour la conduite des affaires)¹² ;
- les principes de la CERES¹³ ;
- le « Global Reporting Initiative (GRI) »¹⁴ ;
- les « Human Rights Principles for Companies » d'Amnesty International

De plus, les entreprises qui composent l'indice sont évaluées selon les considérations suivantes :

- la conscience qu'elles ont de leur impact, positif ou négatif, sur l'environnement et la communauté dans laquelle elles interviennent ;
- les politiques qu'elles appliquent pour gérer au mieux les questions sociales et environnementales, ainsi que les objectifs et les cibles qu'elles se sont données pour améliorer leur performance sur ces sujets ;
- les procédés et les structures qu'elles ont mises en place pour s'assurer de la mise en œuvre efficace des politiques visées ci-dessus ;
- le contrôle de la performance sociale et environnementale, en fonction des cibles et objectifs qu'elles se sont fixés ;
- l'information indépendante et vérifiable (publication de rapports) sur les questions environnementales et sociales ;
- la consultation des parties prenantes par les entreprises.

¹¹ Ce code de conduite, élaboré à la demande de chefs d'entreprise par le Révérend SULLIVAN en collaboration avec des multinationales, retient huit principes devant guider l'action des sociétés (respect des droits de l'homme, respect de la liberté d'association des salariés, refus de traiter les salariés de manière dégradante et promotion de l'égalité des chances des salariés quels que soient leur sexe, âge, religion, etc.).

¹² La Table Ronde de Caux (en Suisse) qui réunit des chefs d'entreprises européens, japonais et américains s'est donnée pour mission de favoriser les initiatives de l'industrie et des affaires. Sur la recommandation du Président de Canon, la Table Ronde s'est intéressée au rôle que peuvent jouer les chefs d'entreprises pour réduire les inégalités sociales et économiques qui menacent la stabilité et la paix. Elle a dégagé sept principes généraux (respect des règles, de l'environnement, etc.) ainsi que des principes de conduite envers les parties prenantes des entreprises (clients, salariés, investisseurs – actionnaires, fournisseurs, concurrents et collectivités).

¹³ Cf. annexe I.

¹⁴ Cf. annexe I.

A ces fondements, il convient d'ajouter une attention particulière portée aux droits de l'homme, aux relations sociales et à celles avec les parties prenantes de l'entreprise ainsi qu'à l'impact environnemental. Enfin, ne figurent pas dans l'un des indices les sociétés « *s'engageant dans des activités controversées (telles que l'industrie du tabac ou les sociétés exportant des armes), au sens des normes communément répandues dans la sphère de l'investissement socialement responsable* ».

→ Le comité consultatif :

Un comité consultatif¹⁵ donne son accord sur les critères d'analyse retenus, et s'assure que les « Ground Rules » prennent en compte l'évolution des concepts concernant l'investissement socialement responsable, afin que le FTSE4Good continue à refléter un consensus dans le monde de l'investissement socialement responsable.

Il se réunit tous les semestres pour passer en revue les constituants de l'index et apporter d'éventuels amendements aux « Ground Rules ». Il décide des actions à entreprendre (exclusion, par exemple) dans l'hypothèse d'une information mettant en cause la responsabilité sociale d'une entreprise figurant dans un des indices. De la même façon, il examine l'impact sur le statut d'un constituant de l'index de la survenue d'un événement extraordinaire, sortant du périmètre des « Ground Rules ».

→ Les limites de l'indice

L'indice prend peu en compte les notions de « corporate governance ». Par ailleurs son univers d'investissement reste essentiellement anglo-saxon pour plusieurs raisons :

- l'exclusion de certains secteurs d'activité ;
- les informations sont demandées en anglais ;
- les questions portent sur des éléments qui ne sont pas toujours disponibles, notamment en France (notion de diversité ethnique notamment).

d. ASPI

L'agence de notation sociale et environnementale ARESE s'est associée avec STOXX pour lancer, le 2 juillet 2001, le premier indice boursier européen d'éthique : ASPI (Arese Sustainable Performance Index) Eurozone. Cet indice se compose de 116 valeurs européennes de 18 secteurs d'activité. Ce benchmark d'actions européennes mesure la performance boursière des sociétés les mieux cotées au regard de leur responsabilité sociale et environnementale. Plus de la moitié des valeurs du CAC 40 (Total Fina Elf et Michelin ne figurent pas dans l'indice) font partie de cet indice qui représente une capitalisation boursière totale de 1 888 milliards d'euros. L'ASPI Eurozone est pondéré par le flottant, c'est-à-dire le nombre de titres en circulation¹⁶.

¹⁵ Présidé par Mervyn PEDELTY, président de la banque éthique anglaise « Co-operative Bank », et composé de quatorze membres gestionnaires de fonds.

¹⁶ L'indice est essentiellement centré sur les valeurs d'Europe continentale et composé pour moitié d'entreprises françaises et allemandes.

Les sociétés sont sélectionnées selon la technique d'ARESE précédemment décrite. Il ne comporte donc aucune exclusion sectorielle et les entreprises sont classées par comparaison avec les performances de leur secteur d'activité conformément à la méthode de rating d'ARESE précédemment décrite.

e. La diversité de la composition des indices traduit la multiplicité des approches

La diversité de la composition des indices ne contribue pas réellement à éclairer la situation des entreprises au regard des critères socialement responsables.

L'ORSE a ainsi réalisé une analyse comparative de l'intégration des entreprises du CAC 40 dans la composition des index.

S	Nombre d'entreprises	Proportion
Dispersion des entreprises		
Inclues dans 3 index	6	15%
Inclues dans 2 index	10	25%
Inclues dans 1 index	13	33%
Exclues des trois index	9	22%
Information partiellement disponible	2	5%
Taux d'exclusion		
DJSI		78%
Ftse 4 good		60%
Aspi		35%

Ce tableau amène à formuler plusieurs commentaires.

On observe une extrême dispersion avec seulement 15% des entreprises considérées comme socialement responsable par les 3 index et 22,5% reconnues unanimement non socialement responsables. Si l'on cumule les résultats de chacun des index près de 80% des entreprises du CAC 40 sont reconnues socialement responsables par au moins un des indices, ce qui ne semble pas très discriminant.

L'explication de cette situation ne doit pas être recherchée dans la plus ou moins grande magnanimité des indices. En effet, AXA, Cap Gemini et Total Financière sont considérées comme socialement responsable par Ftse 4 good, qui a pourtant un taux d'exclusion de 60%, alors que ces sociétés ne sont pas retenues par les autres et notamment ASPI qui a pourtant le taux d'exclusion le plus faible. De même DJSI dont le taux d'exclusion est le plus élevé, retient Lafarge, Saint-Gobain et Suez qui sont exclus par Ftse4good.

L'utilisation de critères d'exclusion par les indices FTSE4good et DJSI ne permet pas non plus d'expliquer totalement la différence observée dans les taux d'exclusion. Ainsi, ASPI retient Carrefour, Casino, le Crédit Lyonnais, Danone qui sont exclus par les deux autres indices sans que leur secteur d'activité ne soit en cause.

En définitive, l'hétérogénéité des indices à trois causes principales :

- la diversité des informations recueillies qui ne permet pas aux agences de se prononcer au vu des mêmes éléments. Cette situation ne permet pas, même avec des techniques d'analyse identiques, ce qui n'est d'ailleurs pas le cas, d'obtenir des conclusions similaires. En outre, FTSE4good exclut plusieurs entreprises françaises au seul motif qu'elles n'ont pas répondues dans les délais requis aux questionnaires qui leur ont été envoyés ;

- les différences culturelles dans la définition de l'entreprise socialement responsable. Ainsi, la société Danone a été retenue par ARESE notamment pour la qualité de sa politique sociale, mais exclue par FTSE4good ;
- les investisseurs qui utilisent les indices classiques Dow Jones et FTSE seront amenés à privilégier les entreprises recensées par DJSI et FTSE4good, d'origine essentiellement anglo-saxonne.

4. Le contrôle des informations recueillies auprès des entreprises et des travaux des agences d'évaluation sociétale

Les modalités de contrôle des informations environnementales et sociales paraissent encore assez embryonnaires.

a. Le contrôle des informations émanant des entreprises

Les informations émanant des entreprises ne font pas l'objet de procédures de certification aussi abouties qu'en matière comptable et financière. Toutefois certains outils existent :

- le contrôle du respect des standards (type ISO) est effectué par les organismes de certification. Cependant, il s'agit en général essentiellement d'un contrôle de mise en œuvre des processus prévus par la norme (cf. annexe I concernant ISO 9000) et non de l'efficacité réelle de ceux-ci ;
- les commissaires aux comptes et les auditeurs apposent de plus en plus fréquemment leur signature sur les rapports sociaux et environnementaux des entreprises. Toutefois, en l'absence de cadre juridique très précis sur la nature des informations à produire et sur l'étendue de la responsabilité des auditeurs, la portée de cette « certification » demeure limitée.

En l'absence de procédures très formalisées, les agences d'analyse utilisent généralement des méthodes assez empiriques, même lorsque les analystes rencontrent les dirigeants des entreprises pour les interroger sur les informations communiquées et éventuellement discuter de leurs perspectives d'évolution.

Elle est néanmoins contestée par certains observateurs qui considèrent que des entretiens de courte durée sont nécessairement superficiels et ne permettent pas de se forger une image objective de la situation de l'entreprise. Ces rencontres ont généralement lieu avec le haut management sans qu'il soit possible de déterminer avec précision la situation réelle dans les structures de production ni dans les filiales étrangères.

La situation devrait néanmoins avoir tendance à évoluer pour plusieurs raisons :

- des initiatives récentes (loi NRE en France et initiative des assureurs britanniques, cf. annexe III) sont de nature à favoriser un rapprochement progressif du niveau d'exigence de fiabilité et de sincérité entre les informations financières et comptables, d'une part, et des informations sociales et environnementales d'autre part. Cette évolution, que le développement de normes de reporting facilitera, amènera à terme à mieux définir le rôle et la responsabilité des auditeurs externes ;

- le développement du marché de l'investissement socialement responsable devrait logiquement conduire à élever le niveau d'exigence des analystes sur la qualité des informations traitées.

b. La validation du travail d'analyse

Les analyses sociales et environnementales encourent facilement la critique dans la mesure où elles reposent encore sur des critères fragiles et non stabilisés. Les structures d'analyse peuvent en outre avoir des liens étroits avec des gestionnaires ou des investisseurs ce qui pourrait, à terme, nuire à la crédibilité de leurs travaux.

Ainsi, SAM et Calvert assurent les fonctions de recherche de l'information, d'analyse, de définition des univers d'investissement et de gestion de fonds. Pour sa part, ARESE est filiale de deux organismes financiers qui gèrent des fonds de placement (CDC et Caisse d'Epargne).

Pour remédier à cette situation plusieurs solutions sont envisageables :

- le strict cloisonnement, qui interdirait à une structure d'exercer l'ensemble des fonctions afin d'obtenir une plus grande indépendance dans les analyses. Cette solution semble, pour l'instant, excessive dans la mesure où il n'existe apparemment pas de dérive ;
- le recours à des chartes de déontologie et à des règles professionnelles assurant la parfaite indépendance des analystes sociaux et environnementaux par rapport au gestionnaires de fonds pourrait être envisagé. Ce système, sans doute utile, rencontrerait néanmoins rapidement ses limites dans la mesure où l'existence de règles, même contraignantes, ne garantit en rien leur respect ;
- l'utilisation de systèmes de contrôle externe devrait alors être le prolongement naturel de l'autodiscipline.

Par ailleurs, certaines structures d'analyse ont recours à des experts indépendants afin de faire valider et le cas échéant d'améliorer leurs travaux. Par exemple ETHIBEL s'appuie sur un comité d'experts externes compétents dans les domaines de l'éthique de l'entreprise, de l'environnement, des relations internationales. Ce dernier aide le conseil d'administration notamment pour l'intégration des entreprises dans l'univers d'investissement proposé par l'agence.

La même démarche est utilisée par UBS qui a recours un contrôleur externe pour valider ses analyses « écologiques et sociales ». Il s'agit de la société Suisse Eco. Celle-ci est spécialisée dans le développement, la réalisation, l'accompagnement et l'évaluation des processus, des projets et des produits qui concilient les besoins de l'économie, de l'environnement et de la société. Dans le cadre du choix des sociétés par les analystes d'UBS son avis est bloquant.

E. Les structures d'analyse disposent généralement de faibles moyens en personnel qualifié

Les agences d'analyse sociale et environnementale étudient la situation de plusieurs centaines, voire de plusieurs milliers d'entreprises dans le monde. Elles disposent pour cela d'informations souvent fragmentaires et peu homogènes. En outre, les moyens humains réunis pour faire face à cette tâche semblent extrêmement réduits.

Le tableau ci-dessous détaille le nombre d'analystes pour les principales structures. Il est généralement très faible et chacun d'entre eux doit assurer le suivi de plusieurs dizaines voire plusieurs centaines d'entreprises sur des sujets complexes et dans des cadres réglementaires différents¹⁷.

	Nombre d'analystes	Univers analysé
ARESE	10	SBF 120
Calvert	13	Toutes les entreprises du "Russel 1000", et les plus grandes capitalisations du NYSE et du NASDAQ-AMEX
Eiris	15	FTSE All-Share UK, FTSE All World Europe, DAX100 et FTSE All World
ETHIBEL/Stock at Stake	9	59% d'entreprises européennes, 21% de la région Asie Pacifique, 20% d'Amérique du Nord
IMUG	7	DAX 100, HSBC Smaller Euroland Universe, 150 multinationales européennes et des PME allemandes
IRRC	10	S&P 500 et 1000 autres entreprises
SAM	18	2 500 entreprises du Dow Jones Global Index, 600 entreprises du DJ Stoxx
Storebrand	12	Non précisé
Triodos	18	Toutes les entreprises de l'index AEX

Source : ORSE, 1^{er} semestre 2000.

Outre leur faible nombre, les analystes ne sont pas toujours parfaitement formés. En effet, s'agissant d'un métier émergent, la formation du personnel est fréquemment empirique.

L'offre de formations, en France tout au moins, apparaît ainsi insuffisamment structurée. Ainsi, les premiers troisièmes cycles traitant de l'analyse sociétale des entreprises viennent tout juste de voir le jour dans les universités, tandis que les écoles de gestion n'ont pas encore investi ce thème, tout comme le Centre de Formation à l'Analyse Financière (CFAF) organisme de formation continue des analystes financiers. Ce décalage entre l'offre et les besoins de compétences en matière d'évaluation sociétale constitue un handicap pour le développement du secteur.

Pourtant, l'analyse du comportement environnemental d'une société multinationale qui a plusieurs secteurs d'activité et intervient dans de nombreux pays demande des compétences particulièrement développées tant pour ce qui concerne les normes que pour ce qui s'agit des conséquences des activités ou des produits sur les écosystèmes. Ce type de travail, nécessairement long et complexe, nécessite en outre une mise à jour permanente.

L'analyse sociale suppose pour sa part d'avoir une connaissance minimale des réglementations nationales et applicables mais aussi des différences culturelles pouvant exister entre les pays. L'insuffisante prise en compte de ces éléments explique les limites précédemment mentionnées des questionnaires.

F. La définition des portefeuilles d'investissement par les gérants de portefeuilles

A l'issue des analyses conduites par les agences ou les services internes spécialisés, il appartient aux gestionnaires de portefeuille d'arrêter la composition finale des fonds d'investissement.

¹⁷ Ces données doivent être appréciées avec réserves. Les agences ont étendu leur univers d'investissement depuis 2000, ainsi que leur équipe d'analystes. Par ailleurs, certains acteurs réalisent un suivi en deux temps : constitution d'une base de données pour la partie la plus importante de leur univers de référence et analyses approfondies d'un nombre beaucoup plus réduit d'entreprises (tel est le cas de SAM, par exemple).

Deux approches sont possibles :

- l'univers d'investissement issu de l'analyse sociétale peut être une contrainte absolue pour le gestionnaire qui ne dispose alors d'aucune latitude pour s'en démarquer ;
- les résultats de l'analyse environnementale et sociale peuvent être considérés comme indicatifs et les gestionnaires de portefeuille disposent d'une certaine latitude dans la prise en compte des données fournies par les analystes sociaux et environnementaux ;

1. L'étanchéité entre les filtres socialement responsables et les arbitrages financiers

En règle générale, les gérants de fonds instaurent une stricte séparation entre les résultats de l'analyse sociale et environnementale et le choix des analystes financiers. Ces derniers sont alors contraints par les listes de sociétés communiquées par les agences d'analyse. Storebrand, UBS, Calvert et Jupiter ont adopté cette approche.

Outre la contrainte de respecter les univers prédéfinis, ces gestionnaires doivent également composer avec les exclusions sectorielles qui réduisent la profondeur de leurs univers d'investissement. Ils ont alors recours à des techniques de substitution les conduisant à rechercher des secteurs comparables dans leur évolution financière pour assurer l'équilibre des portefeuilles.

2. Une reprise tempérée des résultats de l'analyse sociétale

La « températion » des résultats de l'analyse sociétale peut prendre deux formes.

En premier lieu, le gérant de portefeuille peut se réserver la possibilité de « rattraper » des entreprises dont l'appréciation est moyenne mais les perspectives financières favorables et les efforts en matière de responsabilité sociétale importants. A titre d'exemple, Crédit Lyonnais Asset Management (CLAM) rapproche les titres sélectionnés selon des critères financiers des titres sélectionnés en fonction des notations d'ARESE, ce qui fait généralement apparaître un certain nombre de discordances. La cellule de recherche dédiée du Crédit Lyonnais mène alors une analyse de cohérence visant à réconcilier les performances financières, sociales et environnementales. Lors de cette étape, il est fait appel à des sources d'information extérieures qui vont confirmer ou infirmer la notation ARESE et les recommandations de l'analyse financière.

Il y a donc une porosité entre les éléments d'analyse financière et les éléments d'analyse sociétale.

En second lieu, la conciliation des objectifs financiers et « éthiques » du portefeuille peut passer par le choix de n'exclure aucune entreprise de l'univers d'investissement de référence. Dans ce cas, les entreprises qui font montre d'un haut niveau de responsabilité sociétale sont sur-pondérées dans le portefeuille, tandis que les entreprises qui affichent des performances moindres sont sous-pondérées. Cette méthode mise en œuvre notamment par ETHOS présente l'avantage de permettre une large diversification sectorielle des investissements.

De façon plus radicale encore, le gestionnaire de fonds socialement responsables Friends, Ivory & Sime¹⁸ construit son univers d'investissement exclusivement selon des critères financiers. En effet, il considère que pour modifier le comportement des entreprises, il ne doit pas s'interdire d'être présent dans des sociétés dont le niveau de responsabilité sociétal peut être jugé insuffisant mais qu'il doit au contraire entretenir avec elles un dialogue constant et demander des comptes en matières sociale et environnementale.

G. L'activisme actionnarial et « l'engagement »

Les informations recueillies par les agences d'analyse sociétale peuvent également être utilisées par les actionnaires pour tenter d'influer sur le comportement des entreprises.

1. L'exemple du groupe ETHOS

Le Groupe ETHOS, en Suisse intègre cette approche dans sa conception de l'investissement socialement responsable.

Le groupe ETHOS est composé de trois entités :

- la fondation d'investissement ETHOS, créé en 1997 par deux fonds de pension, qui travaille aujourd'hui pour 92 fonds de pension et gère près de 500 M€ au 31 décembre 2001 ;
- Le fonds de placement ETHOS (ETHOSFUND) qui gère 30 M€ pour des investisseurs « privés » selon les normes ETHOS ;
- Le consultant ETHOS SERVICES SA qui exerce des mandats de conseil en matière de gestion de fortune avec des critères de développement durable, ainsi que d'exercice des droits de vote des actionnaires (mandats représentant 70 M€).

ETHOS s'est fixé trois objectifs :

- investir prioritairement dans les entreprises et les pays qui contribuent au développement durable ;
- exercer de manière systématique les droits de vote en conformité avec les principes des codes de bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprises (activisme actionnarial) ;
- favoriser un dialogue constructif avec les entreprises, afin de les sensibiliser davantage aux exigences du développement durable (démarche d'« engagement », au sens anglais du terme).

Dans son analyse sociétale de l'entreprise, ETHOS prend en compte non seulement les « parties prenantes » (stakeholders) traditionnels que sont les clients, les fournisseurs, les collaborateurs, les collectivités publiques, la société civile et les actionnaires, mais également les parties prenantes « muettes » que constituent les générations futures et l'environnement naturel.

¹⁸ Ce gestionnaire de fonds britannique gère plus de 33 Mds de livres d'actifs selon des critères qui se réclament de l'investissement socialement responsable.

En matière d'exercice des droits de vote, la fondation ETHOS se livre à une analyse systématique de l'ordre du jour des assemblées générales à la lumière des lignes directrices de vote qu'elle a élaborées et formule des recommandations de vote pour chaque point du jour.

Les lignes directrices de vote d'ETHOS se fondent sur les principaux codes de bonne pratique en matière de gouvernement d'entreprise et sur la Charte ETHOS qui développe le concept de développement durable. L'objectif poursuivi par la fondation est d'augmenter de manière durable la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires et l'ensemble des autres parties prenantes. Les recommandations de vote s'inscrivent dans une approche positive : les propositions des conseils d'administration sont approuvées, sauf si elles ne coïncident pas avec les intérêts des actionnaires et de la majorité des autres parties prenantes.

Le troisième élément structurant la démarche de la fondation ETHOS réside dans son engagement auprès des entreprises pour faire évoluer leur gestion. Là encore, l'objectif recherché par ETHOS est d'améliorer de manière durable la valeur de l'entreprise pour l'ensemble de ses parties prenantes. Cette approche s'articule autour des actions suivantes :

- l'entretien de contacts réguliers avec les entreprises ;
- la mobilisation d'actionnaires pour effectuer des démarches conjointes. Une initiative a ainsi été lancée avec, entre autres, Friends, Ivory and Sime à propos des conditions d'exercice de leurs activités en Birmanie par des sociétés qui ont des filiales dans ce pays ;
- la participation active aux assemblées générales, notamment au travers de questions publiques ;
- le dépôt et le soutien de résolutions d'actionnaires ;
- la communication vis à vis de la presse sur les actions engagées.

2. L'exemple de Friends, Ivory & Sime

Cette entreprise est une filiale d'une société d'assurances fondée par les Quakers en 1872 qui recourt depuis sa création à des critères de gestion « éthiques ». Ces critères n'ont cependant pu être étendus à l'ensemble des fonds gérés pour compte de tiers par l'entreprise du fait de la réglementation en matière de responsabilité fiduciaire qui limite le recours à une telle approche.

Depuis 2000, Friends, Ivory & Sime a développé une nouvelle approche de l'investissement socialement responsable, intitulée « responsible engagement overlay » (REO). Cette méthode ne modifie en rien le mode de sélection des investissements qui repose sur des critères exclusivement financiers. En revanche, elle tend à instaurer un dialogue permanent avec les entreprises dans lesquelles le gestionnaire de fonds investit sur des problématiques sociale et environnementale. L'« engagement » constitue ainsi l'élément clé de cette démarche socialement responsable. Les principaux thèmes abordés sont les suivants :

- les modes de gestion des risques par le management ;
- le reporting et le management environnemental ;
- les changements climatiques ;

- les politiques d’approvisionnement en bois (de façon à lutter contre la déforestation) ;
- les standards de travail tout au long de la chaîne de production ;
- la lutte contre la corruption ;
- les droits de l’homme.

Pour chacun de ces thèmes, des objectifs sont définis, tels que l’adoption de codes de conduite, l’amélioration de la formation des salariés, etc.). Ces objectifs doivent être atteints par l’ensemble des entreprises concernées par chacun des problèmes. De ce fait, Friends, Ivory and Sime se fixe comme rôle de promouvoir les meilleures pratiques dans chacun de ces domaines et de favoriser leur mutualisation. Le travail de ce gérant de portefeuilles se veut ainsi coopératif.

A titre d’exemple, on peut citer l’initiative organisée par Friends, Ivory & Sime avec des gestionnaires de fonds d’autres pays européens (PGGM, le plus important fond de pension néerlandais, ETHOS, etc.) visant à inciter les entreprises présentes en Birmanie à rendre des comptes et à faire en sorte de ne pas favoriser à leur niveau des pratiques contraires aux droits de l’homme (travail forcé, etc.).

* *
* *

En définitive, l’examen des techniques mises en œuvre par les structures d’analyses sociale et environnemental conduit à relever un paradoxe.

D’une part, celles-ci mettent en œuvre des outils de plus en plus élaborés pour analyser les entreprises. Mais, d’autre part, leur activité repose sur des informations dont la fiabilité est incertaine, sans homogénéité et d’une telle diversité que leur analyse nécessiterait des moyens humains, tant en nombre qu’en qualité, très importants. Or, tel n’est pas le cas.

Cette faiblesse relative, conjuguée à l’existence de liens juridiques ou d’une forte dépendance économique à l’égard de leurs clients, de leur actionnariat ou des structures à but non lucratif qui ont pu les mettre en place (ONG) pose également la question de l’indépendance de ces structures.

II. LA FINANCE SOLIDAIRE TROUVE SA VERITABLE VALEUR AJOUTEE DANS LES TECHNIQUES DE TRAITEMENT ET DE SUIVI DES PORTEURS DE PROJET

Les structures de finance solidaire ont opté pour des modes de financement relativement différenciés. Ceux-ci vont en effet du financement quasi exclusif sur fonds publics au recours à l'épargne. En revanche, s'agissant des emplois et plus spécifiquement des techniques de sélection et d'instruction des dossiers, leurs méthodes se rejoignent largement. C'est sans doute sur ce point qu'elles apportent une réelle valeur ajoutée, facteur de réussite pour les activités qu'elles accompagnent.

A. Malgré des ressources diversifiées, les structures de finance solidaire demeurent financièrement fragiles

Les structures de finance solidaire recourent à une large palette de ressources, et combinent les subventions publiques et l'épargne privée. Ces sources de financement ne permettent toutefois pas d'assurer une couverture satisfaisante des frais de fonctionnement.

1. Le financement sur ressources définitives

L'ADIE est la structure qui semble avoir le plus recours au financement public et parapublic. Ainsi, 90% de ses ressources proviennent de financements assimilables à des subventions publiques. Il s'agit notamment de financements de la CDC (40%) de l'Union Européenne (20%), de l'Etat et des Collectivités locales. Dans ce cadre, l'ADIE gère ainsi environ 300 conventions de partenariat avec les Collectivités locales.

La Caisse Sociale de Bordeaux a également un mode de financement essentiellement fondé sur des ressources définitives :

- la ville de Bordeaux lui alloue une subvention de 150 000 € par an et assure ainsi le financement de la structure ;
- la Caisse d'Epargne lui a apporté 225 000 €;
- la CDC pour une part plus faible.

Ces financements sont néanmoins généralement directement affectés aux activités de crédit. Ils prennent peu en compte les frais de gestion et notamment les surcoûts liés à l'accompagnement des créateurs lors de l'instruction des dossiers ainsi que les frais liés au suivi des entreprises après la mise en œuvre des financements.

En outre la pérennité des ressources demeure soumise à la reconduction des conventions ce qui limite bien souvent l'horizon des structures.

2. Le financement total ou partiel par l'épargne publique

Ce mode de financement est ouvert aux organismes qui ont la forme d'établissements financiers à la différence des organismes non lucratifs qui ne peuvent prêter – sous certaines conditions- que sur fonds propres.

a. Le recours à l'épargne publique comme seul élément de ressource

La NEF est sans doute l'exemple le plus abouti de financement par l'épargne. En effet, elle ne bénéficie d'aucune subvention et trouve l'intégralité de ses ressources auprès de ses clients. Elle regroupe actuellement 6 000 sociétaires pour un total de bilan d'environ 38 M€ Elle propose à ses clients des comptes à terme spécialisés comprenant notamment un renoncement à une partie de la rémunération de la part du client :

- compte épargne nature (10 M€) ;
- compte épargne insertion (10 M€) ;
- compte épargne générique (15 M€).

Aux Etats-Unis, la Shorebank est dans une situation comparable mais à une échelle différente puisqu'il s'agit d'une banque à part entière disposant de l'ensemble des compétences de ce type d'établissement. Son encours de prêts a régulièrement augmenté depuis cinq ans et leur financement a été totalement assuré par les dépôts des clients comme le montre le tableau ci-dessous¹⁹.

	1995	1996	1997	1998	1999
En millions de \$					
Encours de prêts	282	303	364	431	484
Dépôts	506	502	545	637	709
En millions de €					
Encours de prêts	328	352	423	501	563
Dépôts	588	584	634	741	824

Source : Shorebank

La Banca Etica a une activité similaire en Italie. Elle collecte l'épargne auprès d'environ 16 000 personnes afin d'assurer le financement d'activités alternatives et innovantes.

Toutefois, ces structures ont généralement des difficultés à équilibrer leurs comptes du fait de coûts de gestion élevés au regard du coût de la ressource. La NEF a ainsi eu, au cours de ces dernières années, le plus grand mal à respecter ses ratios prudentiels imposé par la réglementation. Pour sa part, la Shorebank parvient à l'équilibre financier en diversifiant ses activités.

b. Le financement mixte

D'autres structures ont adopté des solutions combinant des ressources de différentes origines. Trois exemples peuvent être cités.

Autonomie et Solidarité a, à son origine, constitué son capital grâce à une procédure d'appel public à l'épargne. Celle-ci lui a permis de mobiliser 300 000 € dont 95% auprès de particuliers. Ces derniers acceptent la perspective d'une rentabilité nulle et même celle d'une perte en capital. Le système semble néanmoins avoir atteint ses limites. Autonomie et Solidarité rencontre en effet des difficultés à trouver les souscripteurs pour son troisième appel public à l'épargne et ce dernier a largement été ouvert à des investisseurs publics ou plus classiques :

- Conseil Régional du Nord Pas-de-Calais (150 000 €) ;

¹⁹ Elle bénéficie cependant d'une aide indirecte de la ville de Chicago qui lui a confié la gestion d'activités rémunératrices de préférence à d'autres établissements bancaires.

- Financière du Nord Pas-de-Calais (30 000 €) ;
- Caisse d'Épargne (75 000 €).

La Caisse d'Économie Solidaire du Nord Pas-de-Calais a pour sa part développé une logique d'épargne fondée sur une offre de services équivalente à celle d'une banque classique. Elle a ainsi pu recueillir l'épargne d'environ 500 particuliers. Le montant moyen s'établit à 3 000 € et 60% des déposants acceptent une rémunération nulle sur 60% de leurs avoirs. Les montants recueillis sont donc faibles et les ressources d'épargne sont en fait essentiellement composées des dépôts d'une centaine de personnes morales (30 000 € en moyenne). Il s'agit d'associations, de comités d'entreprises, de syndicats. Par ailleurs, la solidité de la structure financière est aussi assurée par les apports en capital initialement effectués par les collectivités locales et des organismes publics²⁰.

Malgré cela, la Caisse peine à atteindre l'équilibre financier. A fin 2000 le résultat net était négatif de 108 000 € soit 32% des produits bruts. Pour tenter de remédier à cette situation, elle, s'oriente, comme la Shorebank, vers une diversification des activités selon trois branches distinctes :

- aides à la création d'entreprises ;
- prêts aux associations ;
- apports en capital dans des entreprises à potentiel.

Cette démarche devrait conduire à une meilleure répartition des risques et à une péréquation des produits financiers de nature à mieux assurer la viabilité économique de la Caisse.

France Active a également un financement mixte. La structure fait appel à la l'épargne grâce à son FCP Insertion Emploi, mais une partie des ressources est assurée conjointement par l'Union Européenne (FSE), l'Etat et la CDC. De même ses fonds territoriaux font appel au financement des collectivités locales.

c. Le nécessaire partenariat avec les établissements bancaires

Les contraintes inhérentes à la loi bancaire (cf. annexe III) mais également les coûts de gestion ont amené les structures de finance solidaire à développer des procédures de partenariat avec les banques.

Ainsi, la NEF est affiliée au Crédit Coopératif, ce qui lui permet de proposer à ses clients des produits bancaires classiques (carte bleue) et notamment un livret B permettant aux épargnants de disposer d'une épargne liquide, tout en assurant à la NEF un flux régulier de ressources.

La Caisse d'Économie Solidaire du Nord Pas-de-Calais va recourir à la même logique. Grâce à une affiliation au Crédit Coopératif, elle va pouvoir collecter de l'épargne au moyen de nouveaux produits : compte courant et livret B, notamment.

²⁰ Le Conseil Régional Nord-Pas de Calais détient 28% du capital, la CDC 11% et la société financière du Nord-Pas de Calais 8,4%.

d. Les limites du financement par l'épargne

Le regroupement au sein d'une même structure de finance solidaire des activités de collecte de l'épargne et de crédit rencontre rapidement des limites pour quatre raisons principales.

Premièrement, il nécessite un savoir-faire bancaire et financier complexe qui est difficilement à la portée des petites structures de finance solidaire. Celles-ci n'ont généralement pas la possibilité de recruter des professionnels compétents dans la collecte de l'épargne alors qu'au contraire elles disposent d'une longue expérience dans les relations avec les porteurs de projets.

Deuxièmement, la taille des structures ne permet pas d'amortir doublement les frais de gestion et de structure, sur l'aspect collecte, d'une part, et sur le volet crédit, d'autre part. La collecte de l'épargne suppose en effet des investissements substantiels en matière de marketing, d'informatique et de gestion des dossiers des clients.

Troisièmement, il y a peu de chance, quelle que soit la taille de la structure, qu'il y ait adéquation entre l'épargne collectée et les besoins de financement. En effet, la démarche des épargnants vers des produits d'épargne solidaire demeure actuellement très confidentielle.

La fédération des structures de finance solidaire au sein d'une entité nationale ne résoudrait que très partiellement ce problème dans la mesure où elles resteraient enserrées dans un circuit de financement fermé. Ainsi, en Italie, la Banca Etica, souvent présentée comme un exemple de structure financière solidaire intégrée, ne draine l'épargne que de 16 000 épargnants, alors qu'en France, une organisation beaucoup plus éclatée permet de collecter de l'épargne auprès de 25 000 personnes (source FINANSOL).

Quatrièmement, le financement par l'épargne ne permet qu'imparfaitement de remédier aux surcoûts nés de l'activité de finance solidaire. Même avec une rémunération de l'épargne quasiment nulle, l'équilibre financier des structures demeure très problématique. Pour remédier à cette situation, elles ont trois moyens principaux :

- trouver des ressources définitives ailleurs (cas de l'ADIE, de France Active, de la Caisse Sociale de Bordeaux) ;
- diversifier leur activité en tentant de trouver de segments de marché plus profitables qui permettront d'équilibrer les pertes de l'activité de finance solidaire au sens strict. C'est le cas de la Triodos Bank, de la Banca Etica, de la Caisse Solidaire du Nord-Pas de Calais. Cette diversification se fait généralement vers des financements « éthiques » ou socialement responsables moins risqués et moins coûteux mais conformes à l'esprit des structures ;
- recourir à la générosité publique et au bénévolat.

La loi sur l'épargne salariale, au travers du PPESV, ne devrait résoudre que partiellement ce problème. En organisant une collecte large gérée par des fonds spécialisés, elle devrait assurer un bon niveau de ressources à la finance solidaire. Néanmoins, le coût de celle-ci, même faible, ne permettra pas de remédier aux difficultés actuelles liées aux frais de gestion et aux coûts d'accompagnement.

3. Les structures de finance solidaire ont des obligations de transparence vis à vis des financeurs

Quelle que soit la nature des ressources, les structures s'astreignent généralement à une grande transparence vis à vis des financeurs. Autonomie et Solidarité, la Caisse Solidaire du Nord-Pas de Calais, la Banca Etica, entre autres, publient la liste de tous les financements accordés. France Active et l'ADIE insistent pour leur part sur le nombre d'entreprises et d'emplois créés.

La mise en œuvre de la loi sur l'épargne salariale devrait néanmoins contribuer à distendre le lien entre l'épargnant, la structure de finance solidaire et le bénéficiaire final. La situation des OPCVM de partage est à ce titre éclairante. L'information de l'épargnant est souvent très précise pour ce qui concerne la structure (association ou organisation non gouvernementale) qui reçoit les fonds et qui est chargée de leur affectation (Comité Français Contre la Faim par exemple), mais moins accessible s'agissant de l'identité du bénéficiaire final.

B. La mise en œuvre des financements

1. Des outils classiques de financement

Les structures de finance solidaire offrent désormais une palette très large de produits de financement. Ils se rapprochent nettement de ceux mis en œuvre par les banques et ne se distinguent que par leur montant, souvent faible, et par leur risque, *a priori* plus élevé.

L'aide à la création d'entreprise est l'une des activités principales des structures de finance solidaire. Les prêts accordés sont généralement de faible montant (7 500 € en moyenne pour la Caisse Solidaire du Nord-Pas de Calais). De même, les financements de l'ADIE relèvent directement du micro crédit (4 500 à 7 500 €). Pour sa part, France Active intervient sur des montants sensiblement plus élevés, mais avec une optique similaire.

Les structures de finance solidaire évitent aussi d'intervenir sur des segments identiques. Ainsi, France Active et l'ADIE se sont réparties les dossiers selon les montants en jeu. L'ADIE intervient plutôt dans des dossiers de micro-crédit alors que France Active finance des entreprises plus importantes.

Les aides au développement constituent un segment différent s'adressant notamment à des PME pour certaines déjà financées lors de leur création par des structures de finance solidaire. France Active, Autonomie et Solidarité mais aussi la Caisse d'Economie Solidaire du Nord-Pas de Calais interviennent largement dans ce secteur.

Le capital risque se trouve bien souvent au confluent des activités de création et de développement. Les activités de France Active notamment au travers des interventions de la Société d'Investissement de France Active s'apparentent très largement à du capital risque. Il en va de même pour certaines interventions de la Caisse d'Economie Solidaire du Nord Pas-de-Calais. La NEF pour sa part intervient en capital risque dans le secteur agricole en finançant notamment la création d'exploitations à vocation biologique.

L'accès au crédit de certaines catégories de créateurs d'entreprise ou de certaines activités a longtemps été freiné par la difficulté à pouvoir produire des garanties suffisantes. Celle-ci est désormais largement levée en France où deux acteurs se partagent **l'activité de garantie d'emprunt**, France Active et l'IDES. Par ailleurs, la SOFARIS intervient dans certains dossiers. La situation est différente à l'étranger, au Royaume-Uni notamment, où ces procédures de garantie semblent peu développées.

Enfin, certaines structures de finance solidaire assurent la mise en œuvre de procédures publiques EDEN et PCE (cf. annexe III).

2. La finance solidaire offre une réelle plus value dans la détection, l’instruction et le suivi des dossiers.

a. La détection s’intègre dans un réseau

Les acteurs de la finance solidaire s’accordent pour reconnaître que l’une des difficultés de leur mission réside dans la détection des dossiers. En effet, si les projets ne manquent pas, ils sont souvent peu ou mal formalisés.

Par exemple, la Caisse d’Economie Solidaire du Nord-Pas de Calais enregistre environ 2 000 demandes par an de financement pour la création d’entreprises. Celles-ci nécessitent généralement une mise en forme préalable qui est assurée par les 159 réseaux locaux d’accompagnement. A l’issue de leur intervention, seulement 300 dossiers donnent effectivement lieu à l’établissement d’une demande de financement.

Pour sa part, France Active travaille notamment avec la fondation Vivendi qui se charge de détecter des dossiers susceptibles de faire l’objet d’un financement. L’ADIE mobilise des réseaux divers comme les boutiques de gestion, les prescripteurs sociaux, et les réseaux consulaires. Seuls 1/3 des dossiers arrivent directement à l’association. Les dossiers reçus par la NEF proviennent également des plates-formes d’initiative locale et des préfetures.

La NEF dispose également de ses propres réseaux associatifs qui drainent une partie de ses futurs emprunteurs.

b. Des procédures d’instruction fondées sur la proximité

Les structures de finance solidaire sont généralement très proches des entreprises financées. Cette proximité favorise l’instruction des dossiers en facilitant les échanges avec les créateurs d’entreprise. La mise en œuvre d’un financement nécessite, selon les structures rencontrées par la mission, entre une et quatre rencontres avec le demandeur.

Toutefois, certaines structures à vocation nationale ne disposent pas toujours d’implantations locales.

France Active a tenté de remédier à cet inconvénient en suscitant la création de fonds territoriaux. Ces derniers s’appuient notamment sur des financements des Collectivités locales et disposent d’une entière délégation pour engager des financements jusqu’à 15 000 €

De même, le fonctionnement de l’ADIE s’articule autour d’un réseau couvrant 70 départements. Il comprend, outre le siège parisien, des délégations régionales et des antennes locales. La Banca Etica en Italie utilise une approche similaire. Elle s’appuie sur un réseau d’acteurs locaux qui, par convention, sont chargés de détecter les projets, de monter et de suivre les dossiers d’instruction requis pour l’obtention d’un financement par la banque.

c. Une instruction passant par une sélection sévère

→ Le processus d'instruction

En matière de procédure d'instruction, toutes les structures de finance solidaire semblent avoir suivi une évolution comparable. Les débuts de l'activité ont été marqués par des difficultés à sélectionner les bons dossiers et à approcher correctement les risques de défaillance. Il en a résulté d'importants problèmes d'impayés qui ont fortement pesé sur leur situation financière. Cette fragilité de la procédure d'instruction trouvait sans doute sa source dans l'inexpérience des structures mais aussi dans leurs origines militantes qui les amenaient à privilégier le fonds des dossiers par rapport à leur viabilité économique.

Elles ont en général rapidement tiré les conclusions de ces déboires pour instaurer des procédures de sélection relativement sévères. Cependant les grilles d'analyse demeurent généralement sommaires et ne procèdent pas d'une réelle analyse du risque telle qu'elle peut être mise en œuvre dans les établissements de crédit traditionnel.

De même, les dossiers demandés aux emprunteurs sont relativement simples, mais cette étape constitue un élément de filtrage important dans la mesure où le public des créateurs est en général composé de personnes n'ayant qu'une très faible culture financière. En règle générale, leur projet repose essentiellement sur des connaissances techniques.

Le travail de formalisation des projets est donc important. Il est le plus souvent assuré par des structures spécialisées qui réorientent les demandeurs soit vers d'autres formes de financement, soit vers une autre solution que la création d'entreprise.

Le recours au bénévolat dans l'instruction est alors fréquent. Il permet d'obtenir une expertise extérieure et de réduire les coûts. Ainsi, Autonomie et solidarité ne dispose que d'un seul salarié à temps complet (le directeur) et l'instruction de ses dossiers est assurée par des bénévoles (chefs d'entreprises par exemple). La Caisse sociale de Bordeaux s'appuie pour sa part sur un réseau de professionnels du secteur de la finance assurant l'examen des dossiers.

En définitive, les structures de finance solidaire se rejoignent pour examiner les dossiers sous un double aspect :

- la personnalité du créateur et notamment sa capacité à être un chef d'entreprise. Ce point est même considéré comme fondamental pour la Caisse Sociale de Bordeaux et la Caisse solidaire du Nord Pas-de-Calais ;
- la viabilité économique du projet. Ce point est mis en avant par toutes les structures de financement et notamment par la Banca Etica ou la Shorebank.

Cette double sélection est parfois prolongée par une troisième. Certaines structures de finance solidaire ne financent que les projets conformes à la morale ou à l'éthique de leurs statuts.

Ainsi, Autonomie et Solidarité finance les entreprises à fort potentiel de création d'emplois et qui font des efforts en faveur de l'insertion économique des personnes en difficulté et exercent dans des secteurs considérés comme « éthiques » ou solidaires (pas de financement de l'armement par exemple).

De même la NEF n'intervient en effet que dans des domaines spécifiques :

- écologie et environnement (40%) ;

- secteur social, aide au logement (40%) ;
- art et culture (20%).

→ La décision de financement

Dans ce domaine, les structures de finance s'inspirent largement des techniques bancaires en matière d'octroi de prêts. Elles disposent toutes de comités d'engagement. Dans certains cas, le rôle des comités est essentiellement financier. Ainsi, la Caisse Sociale de Bordeaux dispose d'un comité de crédit tripartite composé d'un banquier, d'un travailleur social et du parrain de l'entreprise. L'ADIE dispose également d'une structure comparable. De même France Active a deux comités d'engagement, le premier se prononce sur les dossiers concernant la Société d'Investissement et le second sur les financements issus des fonds collectés par le FCP Insertion Emploi.

Parallèlement, plusieurs structures de finance solidaire ont recours à des comités pour valider leurs décisions de financement et la conformité de celles-ci avec les principes moraux ou éthiques qu'elles prônent.

Pour Autonomie et Solidarité, un directoire, composé de 3 chefs d'entreprise, d'un ancien chef d'entreprise et du directeur de la structure, décide de l'octroi des financements. Son analyse a deux objets : s'assurer de la viabilité économique du projet, mais également du fait que celui-ci correspond à l'éthique d'Autonomie et Solidarité.

La démarche est similaire à la NEF dont le comité d'engagement se prononce sur le volet financier, alors que le comité d'éthique examine l'adéquation entre le projet financé et les objectifs de la structure.

Outre son comité d'engagement²¹ qui se prononce sur la qualité économique du dossier, la Caisse Solidaire du Nord-Pas de Calais s'est également dotée d'un comité d'éthique. Ce dernier a pour fonction d'assurer la transparence auprès des épargnants, de contrôler le respect des orientations de la politique de crédit notamment au regard de la nature des entreprises financées.

Le Comité a ainsi le droit d'examiner tous les documents d'instruction. A l'aide d'une grille d'analyse éthique, il décide du caractère plus ou moins solidaire des projets présentés. En cas d'avis défavorable, le financement ne peut pas être mis en œuvre.

En définitive, les processus de décision apparaissent relativement sélectifs. Sur les 300 dossiers complets effectivement reçus (2000 à l'origine cf. ci-dessus) par la Caisse d'Economie Solidaire du Nord-Pas de Calais, 100 font l'objet d'un financement. La proportion est de 1 pour 6 pour France Active, 1 pour 10 à l'ADIE, 1 pour 30 pour la Caisse Sociale de Bordeaux. Pour l'ADIE le premier entretien conduit à écarter 60% des dossiers et la phase d'instruction amène à éliminer les trois quarts des dossiers restants.

Cette sélectivité ne doit pourtant pas être appréciée de manière négative. Elle traduit en fait un double souci :

- éviter que des personnes, déjà fragiles, se voient confrontées à des problèmes encore plus grands du fait de la faillite d'une entreprise créée dans des conditions de viabilité insuffisantes ;

²¹ Le comité d'engagement est composé d'actionnaires comme le crédit coopératif, la CDC, le Conseil Régional.

- assurer la pérennité de structures de finance solidaire en n'accordant des financements qu'à des entreprises présentant des perspectives de solvabilité suffisantes. A défaut, les structures sortiraient de leur logique de crédit pour entrer dans une logique de subvention, ce qui nécessiterait d'autres formes de financements, mais relèverait également sans doute d'une autre forme de solidarité.

La question fondamentale est donc l'égal accès sur le territoire à ces structures.

d. Le partenariat avec les banques

Le partenariat avec les banques est largement développé par les structures de finance solidaire. Il prend néanmoins des formes diverses.

L'ADIE a développé depuis 1995 des partenariats étroits avec les banques²². L'association a reçu, par convention, une délégation d'instruction et d'accord de prêts. A l'issue du processus, c'est la banque qui mobilise ses propres fonds sous réserve de la mise en œuvre d'une garantie de 50 à 60% et d'un financement complémentaire de l'ADIE. La banque assure ensuite le suivi administratif des prêts (back-office) et l'ADIE les relations avec les emprunteurs. Ce système paraît bien fonctionner car il assure le lien avec le circuit bancaire traditionnel. Il demeure néanmoins assez lourd et coûteux sur le plan de la gestion administrative.²³

Pour sa part, Autonomie et Solidarité n'intervient jamais seule et un cofinancement bancaire est indispensable. La Caisse sociale de Bordeaux n'intervient également qu'en syndicat avec d'autres banques.

Cette logique de partenariat avec les banques répond à une double nécessité :

- assurer le lien entre le circuit bancaire classique et le chef d'entreprise et contribuer ainsi à l'insertion dans l'économie des entreprises financées ;
- obtenir un effet de levier substantiel dans la mesure où les crédits solidaires ne répondent bien souvent qu'à une faible partie des besoins financiers des entreprises. Ils sont néanmoins généralement indispensables à la mise en œuvre des autres financements (effet déclencheur).

e. Un suivi formalisé

Toutes les structures de finance solidaire utilisent des procédures de suivi de leurs emprunteurs. Celles-ci sont considérées comme indispensables et consubstantielles à l'activité de finance solidaire.

Autonomie et Solidarité a mis en place une procédure de parrainage dans laquelle un chef d'entreprise ou un ancien chef d'entreprise assure le contact avec le créateur.

A la Caisse Solidaire du Nord Pas-de-Calais, le suivi des impayés et le pré-contentieux est assuré par des bénévoles chargés de détecter les entreprises en difficultés et de les rencontrer afin de tenter de trouver une solution.

²² Crédit Mutuel, Crédit Coopératif, Caisse d'Epargne, Banque Populaire.

²³ Pour prévenir les défaillances, l'ADIE assure un suivi des échéanciers alors que cette tâche est déjà accomplie par les banques.

De même France Active, sollicite dans ses dossiers de financement un accord explicite du chef d'entreprise sur le suivi de son dossier dans le but d'anticiper d'éventuelles difficultés. Par ailleurs, en cas d'intervention en fonds propres ou en garanties, le chef d'entreprise devra produire mensuellement des données relatives à l'évolution de son activité et de sa situation financière. Le suivi social est essentiellement déclaratif, pour les entreprises d'insertion ; il est sous-traité par France Active aux Unions Régionales des Entreprises d'Insertion.

Pour sa part l'ADIE, prévoit, lors la mise en place du prêt, un rendez-vous mensuel au cours des trois premiers mois puis une rencontre trimestrielle portant notamment sur la gestion et l'organisation administrative de l'entreprise. En cas de difficultés de paiement, un réseau d'experts (banquiers) est mobilisé afin de tenter de trouver des solutions, celles-ci pouvant aller jusqu'à un réaménagement de la dette. Ce suivi est assuré par plus de 600 bénévoles.

d. Un processus qui permet de réduire les risques d'impayés sans négliger la portée sociale de l'intervention

Les procédures de détection de la demande, d'instruction des dossiers et de suivi des emprunteurs mises en œuvre par les structures de finance solidaire semblent efficaces.

En effet, les taux de défaillance semblent faibles quoique relativement disparates. La Caisse Solidaire du Nord Pas-de-Calais a actuellement 17% de « crédits en difficulté ». A la NEF, la moyenne des défaillances s'établit à 20% en sachant que ce taux recouvre de fortes disparités entre la situation des financements les plus anciens, à fort taux de chute, et celle des financements les plus récents, mieux sécurisés. En outre, il s'agit généralement de financement « douteux » pour lesquels toute perspective de remboursement n'est pas écartée. A titre de comparaison, la fondation britannique Prince's Trust enregistre un taux de défaillance de 33% sur les prêts qu'elle effectue au profit des jeunes en difficulté.

Pour l'ADIE, le taux de défaillance est également très faible (8% à cinq ans). Il est également considéré comme marginal à France Active. Pour sa part la Banca Etica met en avant un taux de défaillance quasi nul. Le faible niveau des impayés pourrait trouver son origine dans une trop forte sélectivité lors de l'octroi des financements ce qui traduirait une trop grande frilosité des structures.

Bien que ce point n'ait pas été expressément expertisé par la mission, les acteurs du secteur s'accordent pour conclure que ce n'est pas le cas et que le nombre de dossiers viables finalement écartés de tout financement est très résiduel.

CONCLUSION

Un examen rapide des différentes techniques mises en œuvre par les acteurs de la finance socialement responsable met en évidence une grande hétérogénéité tant pour ce qui concerne les outils utilisés que les résultats obtenus. Le même vocable « d'analyse socialement responsable » recouvre donc des réalités très différentes.

Ce constat n'est pas dommageable en soit. Il traduit notamment la grande diversité des acteurs. Toutefois, la multiplication des produits auto-intitulés « développement durable » ou « socialement responsable » nuit à la lisibilité d'un secteur encore émergent d'autant plus que ces derniers s'appuient sur les travaux d'agences d'évaluation sociétale aux effectifs réduits au regard la difficulté que représente l'analyse de plusieurs centaines d'entreprises.

Conscients de cette difficulté, certains acteurs ont souhaité développer des labels permettant d'assurer aux épargnants la qualité du produits.

ETHIBEL a ainsi créé un label. Pour cette agence, la qualité d'un produit d'investissement de développement durable est indissociablement lié à la qualité de l'analyse des entreprises et aux modalités de définition des univers d'investissement.

Cette initiative renvoie aux exigences de transparence qui doivent caractériser l'activité de l'ensemble des acteurs de la finance socialement responsable. Chacun doit en effet être à même de présenter :

- ses méthodes de collecte d'informations ;
- ses méthodes d'analyse et de classement ;
- les modalités de prise en compte des résultats de l'analyse sociale et environnementale dans la gestion de portefeuille ;
- les moyens, notamment humains, mis en œuvre pour y parvenir ;
- le niveau d'indépendance, notamment pour ce qui concerne les liens entre les gestionnaires de portefeuille, les concepteurs d'indice de référence et les agences d'analyse ;
- les modalités de contrôle externe.

Toutefois, il est vraisemblable qu'à terme, pour intéressantes qu'elles soient, ces initiatives seront insuffisantes. En effet, l'augmentation des montants investis selon des critères socialement responsables et les attentes des épargnants conduiront à élaborer des normes de présentation, de traitement et d'utilisation des informations émanant des entreprises.

Pour sa part, la finance solidaire se prête actuellement mieux à une information précise des épargnants. Les structures sont de petite taille et elles ont développé dans ce domaine des techniques efficaces. Par exemple, la NEF et Autonomie solidarité fournissent une information exhaustive à leurs épargnants sur cette question. Mais, le développement de systèmes d'intermédiation pourrait distendre le lien entre l'épargnant solidaire et l'entreprise bénéficiaire. Les structures devront alors s'astreindre à des règles d'information très strictes. Dans ce cadre, les associations professionnelles de gestionnaires ont sans doute à jouer un rôle complémentaire à celui de la COB dans la définition de normes de présentation et de transparence.

SOMMAIRE DE L'ANNEXE IV

<u>I. LES PRATIQUES D'ÉVALUATION ET D'ANALYSE DEVELOPPÉES DANS LE CADRE DE LA FINANCE SOCIALEMENT RESPONSABLE</u>	1
<u>A. CADRE GÉNÉRAL</u>	1
<u>B. LES TECHNIQUES DE COLLECTE DE L'INFORMATION</u>	2
<u>1. L'utilisation de l'information disponible</u>	3
<u>2. La recherche d'informations auprès de l'entreprise et de ses parties prenantes</u>	4
<u>3. L'utilisation de questionnaires</u>	4
<u>C. L'ATTITUDE DES ENTREPRISES</u>	7
<u>D. LE TRAITEMENT DES INFORMATIONS RECUEILLIES</u>	8
<u>1. L'analyse des données</u>	9
<u>2. Le classement, la notation et le rating</u>	12
<u>3. Les modalités d'élaboration des indices socialement responsables traduisent la grande diversité des approches mises en œuvre en la matière</u>	15
<u>4. Le contrôle des informations recueillies auprès des entreprises et des travaux des agences d'évaluation sociétale</u>	21
<u>E. LES STRUCTURES D'ANALYSE DISPOSENT GÉNÉRALEMENT DE FAIBLES MOYENS EN PERSONNEL QUALIFIÉ</u>	22
<u>F. LA DÉFINITION DES PORTEFEUILLES D'INVESTISSEMENT PAR LES GÉRANTS DE PORTEFEUILLES</u>	23
<u>1. L'étanchéité entre les filtres socialement responsables et les arbitrages financiers</u>	24
<u>2. Une reprise tempérée des résultats de l'analyse sociétale</u>	24
<u>G. L'ACTIVISME ACTIONNARIAL ET « L'ENGAGEMENT »</u>	25
<u>1. L'exemple du groupe ETHOS</u>	25
<u>2. L'exemple de Friends, Ivory & Sime</u>	26
<u>II. LA FINANCE SOLIDAIRE TROUVE SA VÉRITABLE VALEUR AJOUTÉE DANS LES TECHNIQUES DE TRAITEMENT ET DE SUIVI DES PORTEURS DE PROJET</u>	28
<u>A. MALGRÉ DES RESSOURCES DIVERSIFIÉES, LES STRUCTURES DE FINANCE SOLIDAIRE DEMEURENT FINANCIÈREMENT FRAGILES</u>	28
<u>1. Le financement sur ressources définitives</u>	28
<u>2. Le financement total ou partiel par l'épargne publique</u>	28
<u>3. Les structures de finance solidaire ont des obligations de transparence vis à vis des financeurs</u>	32
<u>B. LA MISE EN ŒUVRE DES FINANCEMENTS</u>	32
<u>1. Des outils classiques de financement</u>	32
<u>2. La finance solidaire offre une réelle plus value dans la détection, l'instruction et le suivi des dossiers</u>	33
<u>CONCLUSION</u>	37