



Synthèse
Responsabilité fiduciaire

Fiduciary responsibility

Legal and practical aspects
of integrating environmental,
social and governance issues
into institutional investment

A report by the
Asset Management Working Group
of the United Nations Environment Programme
Finance Initiative

A follow up to the AMWG's 2005
'Freshfields Report'

July 2009



UNEP Finance Initiative
Innovative financing for sustainability

Responsabilité fiduciaire

Aspects légaux et pratiques
de l'intégration des problématiques environnementales,
sociales et de gouvernance
dans l'investissement institutionnel

Rapport du
Groupe de travail sur la gestion des actifs (AMWG) de
l'Initiative financière du programme environnemental des Nations unies (UNEP FI)

*Troisième édition du « Rapport Freshfields » de 2005
de l'AMWG*

Juillet 2009



Disclaimer notice

The information contained in the report is meant for informational purposes only and is subject to change without notice. The content of the report is provided with the understanding that the authors and publishers are not herein engaged to render advice on legal, economic, or other professional issues and services.

Subsequently, UNEP FI is also not responsible for the content of websites and information resources that may be referenced in the report. The access provided to these sites does not constitute an endorsement by UNEP FI of the sponsors of the sites or the information contained therein. Unless expressly stated otherwise, the opinions, findings, interpretations and conclusions expressed in the report are those of the various contributors to the report and do not necessarily represent the views of UNEP FI or the member institutions of the UNEP FI partnership, UNEP, the United Nations or its Member States.

While we have made every attempt to ensure that the information contained in the report has been obtained from reliable and up-to-date sources, the changing nature of statistics, laws, rules and regulations may result in delays, omissions or inaccuracies in the information contained in this report. As such, UNEP FI makes no representations as to the accuracy or any other aspect of information contained in this report.

UNEP FI is not responsible for any errors or omissions, or for any decision made or action taken based on information contained in this report or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages.

All information in this report is provided 'as is', with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, expressed or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. The information and opinions contained in the report are provided without any warranty of any kind, either expressed or implied.

Copyright notice

The report and the content of the report remain the sole property of UNEP FI. None of the information contained and provided in the report may be modified, reproduced, distributed, disseminated, sold, published, broadcasted or circulated, in whole or in part, in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, or the use of any information storage and retrieval system, without the express written permission from the UNEP FI Secretariat based in Geneva, Switzerland, or the appropriate affiliate or partner. The content of the report, including but not limited to the text, photographs, graphics, illustrations and artwork, names, logos, trademarks and service marks, remain the property of UNEP FI or its affiliates or contributors or partners and are protected by copyright, trademark and other laws.

Design: Rebus, Paris
Published in 2009 by UNEP FI
Copyright © UNEP FI

UNEP Finance Initiative
International Environment House
15, Chemin des Anémones
1219 Châtelaine, Genève
Switzerland
Tel: (41) 22 917 8178 Fax: (41) 22 796 9240
fi@unep.org
www.unepfi.org

Synthèse

Responsabilité fiduciaire

Aspects légaux et pratiques de l'intégration des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance dans l'investissement institutionnel

I. Contexte

Le document le plus efficace pour la promotion de l'intégration des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans l'investissement institutionnel est sans doute le « Rapport Freshfields »¹ publié en 2005 et commandé par le Groupe de travail sur la gestion des actifs (AMWG) de l'UNEP FI à Freshfields Bruckhaus Deringer, grand cabinet juridique international.

Freshfields s'est penché sur neuf juridictions (Australie, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Espagne, Royaume-Uni et États-Unis) et a proposé les conclusions suivantes :

« ...l'intégration des considérations ESG dans une analyse d'investissement visant à en prédire avec plus de fiabilité les performances financières² est nettement recommandable, voire nécessaire dans toutes les juridictions. »

Cette conclusion sans ambiguïté est régulièrement citée par les praticiens, les universitaires et les leaders d'opinion du monde entier, et elle a permis de clarifier les aspects légaux sous-tendant la prise en compte des problématiques ESG en relation avec les fonds de pension, les réserves des compagnies d'assurance, les fonds de mutuelles et les fondations.

Dans les quatre années qui ont suivi la parution du premier Rapport Freshfields par l'AMWG, nous avons observé plus d'innovation et d'évolution dans le domaine de l'intégration ESG qu'à tout autre moment de l'histoire.

¹ Freshfields Bruckhaus Deringer, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment (2005), UNEP FI Asset Management Working Group http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

² Pour un bilan complet de la recherche sur les performances responsables, voir : *Desmystifying Responsible Investment Performance – A Review of Key Academics and Broker Research on ESG Factors* (2007), UNEP FI Asset Management Working Group and Mercer http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Desmystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf

L'événement le plus significatif de cette période est sans doute le lancement des Principes d'investissement responsable (PRI) en 2006 par Kofi Annan, alors Secrétaire général des Nations unies. Aujourd'hui, avec plus de 550 signataires issus de la communauté de l'investissement institutionnel – notamment de fonds de pension comptant parmi les plus grands au monde et représentant collectivement environ 18 000 milliards de dollars US en actif sous gestion – les PRI contribuent à identifier les bonnes pratiques parmi les investisseurs.

Il ne fait aucun doute que d'importants progrès ont été accomplis depuis la publication du Rapport Freshfields mais pour l'AMWG, il est encore possible – et nécessaire – d'avancer.

C'est pour cette raison que ce dernier rapport de l'AMWG, intitulé « Fiduciaire II », sert de suite au Rapport Freshfields en fournissant une feuille de route légale pour les fiduciaires qui cherchent à rendre opérationnel leur engagement en matière d'investissement responsable par des étapes concrètes.

II. Portée

Fiduciaire II comprend trois éléments principaux :

- La première partie explore la perspective légale de la mise en oeuvre de l'intégration des problématiques ESG dans le processus d'investissement, notamment en ce qui concerne les mandats d'investissement et les contrats de gestion d'investissement.
- La deuxième partie analyse les réponses recueillies lors d'une enquête innovante réalisée par l'AMWG auprès des cabinets de conseil en gestion d'investissement au sujet des problématiques ESG en relation avec différents aspects du processus de gestion d'investissement, vocabulaire juridique inclus. Le questionnaire de l'enquête est reproduit dans son intégralité à l'Annexe C.
- La troisième partie est un examen de la littérature disponible, axé sur les développements pratiques de l'intégration des problématiques ESG dans le processus d'investissement. Elle indique notamment dans quelle mesure les investisseurs institutionnels ont adopté – et peuvent adopter – des approches d'investissement plus durables et orientées à plus long terme. Cette revue couvre en outre les développements légaux concernant les obligations fiduciaires et les problématiques ESG depuis le Rapport Freshfields, en incluant celui-ci.

III. Conclusions principales

Partie I – Commentaire légal sur les obligations fiduciaires et la mise en oeuvre des problématiques ESG dans les mandats d'investissement

Paul Watchman, expert reconnu en droit des fiduciaires, directeur exécutif de Quayle Watchman Consulting et auteur principal du Rapport Freshfields, explique la nature changeante des obligations fiduciaires et des problématiques ESG.

Quayle Watchman Consulting se réfère, entre autres, à d'importants commentaires provenant de la Chambre des Lords du Parlement britannique et notamment à ceux faits par Lord McKenzie lors du passage de la Pensions Bill (loi sur les pensions) en 2008 à propos des fonds de pension et du *devoir* de tenir compte des problématiques ESG.

« Il n'existe dans le droit aucune raison empêchant les administrateurs de tenir compte de critères sociaux et moraux en plus de leurs critères habituels de retours financiers, de sécurité et de diversification. Ceci s'applique aux administrateurs de tous les fonds de pension.³

*« Les administrateurs de fonds de pension ont l'**obligation** – et non pas seulement le droit ou la possibilité – d'indiquer dans leur Déclaration de principes d'investissement quelles sont les lignes directrices du fonds en matière d'investissement responsable, et dans quelle mesure les problématiques sociales, environnementales et éthiques sont prises en compte.⁴*

Quayle Watchman Consulting affirme ensuite :

« Il faut également noter, au moins pour apaiser les craintes de ceux qui entrevoient la nécessité d'élever des forteresses légales contre les litiges pour infraction aux obligations fiduciaires des fonds de pension, qu'il est clair que les institutions d'investissement, financières et commerciales ont volontairement adopté un certain nombre d'obligations ayant pour effet de faire figurer les problématiques ESG en bonne place dans la prise de décisions d'investissement, financières et commerciales, et ce sans que ne se manifestent des difficultés juridiques ni même des inquiétudes en relation avec une infraction aux obligations fiduciaires. Par exemple, les Principes d'investissement responsable, les Principes de l'Équateur⁵ et les Principes du Pacte mondiale des Nations unies⁶ ont été adoptés par plus de 550 institutions d'investissement, 60 organismes de prêt et des milliers d'entreprises sans déclencher de controverse sur les limites fiduciaires de ces institutions et entreprises. »

De plus, Quayle Watchman Consulting fait intervenir l'intégration ESG au niveau du contrat en suggérant « [qu']il est **nécessaire** que les contrats de gestion d'investissement ou accords équivalents passés entre les fonds de pension et les administrateurs d'actifs emploient le vocabulaire ESG pour clarifier les attentes des parties du contrat. En particulier, il est important qu'il soit absolument clair pour les bénéficiaires, le fonds de

³ Hansard, HL (7 Octobre 2008)

⁴ Ibid

⁵ <http://www.equator-principles.com>

⁶ <http://www.unglobalcompact.org>

pension et les administrateurs et gestionnaires d'actifs, que l'ESG est envisagé comme un critère d'investissement ordinaire. »

Dans ce but, les experts juridiques d'Arnold & Porter détaillent les arguments en faveur du vocabulaire ESG et fournissent des exemples de dispositions ESG créant des droits et obligations légaux clairs et applicables, tous validés par Quayle Watchman Consulting :

*« Afin que les administrateurs d'actifs intègrent correctement les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à leur stratégie d'investissement dans le contexte de la gestion d'actifs aux États-Unis, des dispositions adaptées doivent figurer dans la documentation commerciale et les documents contractuels liés à un véhicule d'investissement collectif ou un compte géré donnés (chacun étant un « compte »)⁷. L'objectif de cette intégration ESG consiste à **renforcer et compléter** (et non remplacer) le processus de choix d'investissement d'un administrateur d'actifs, plutôt qu'à éviter une évaluation des mérites potentiels liés à l'investissement dans certaines entreprises, sur la base de leur engagement commercial/ Si cette dernière approche peut augmenter le risque du portefeuille (car le bassin d'investissements potentiels est réduit par les filtrages et les restrictions) et éventuellement entrer en conflit avec les lois américaines en vigueur actuellement, la première s'accorde généralement avec l'identification des meilleurs investissements possible selon le rapport risque-retour, comme l'exigent les lois sur les fiduciaires aux États-Unis.*

*« En règle générale, de nombreux accords de gestion d'investissement (IMA) contiennent le langage reliant l'objectif de l'investissement et la stratégie selon laquelle un compte sera géré à la documentation commerciale pertinente, et ces éléments tendent à être rédigés en termes suffisamment larges pour donner à un administrateur d'actifs une grande liberté dans la prise de décisions d'investissement au nom du compte en question. En conséquence, comme débattu ici, il serait **prudent** d'inclure les dispositions ESG dans l'IMA autant que dans la documentation commerciale (le cas échéant) d'un compte. Les dispositions ESG peuvent être incorporées dans les IMA ou autres documents contractuels d'un compte à son ouverture, ou ajoutées par la suite conformément aux dispositions d'amendement en vigueur. »*

Pour clarifier, Quayle Watchman Consulting poursuit en indiquant que les conseillers en investissement institutionnels et les administrateurs d'actifs ont le devoir professionnel de soulever *proactivement* les problématiques ESG avec leurs clients et les met en garde contre les lourdes conséquences d'un manquement à ce devoir.

*« Dans une proposition en réponse à un mandat d'investissement, le conseiller en investissement ou l'administrateur d'actifs est censé aborder les questions ESG comme une problématique à prendre en compte et à débattre avec le client, même si le fonds de pension n'a pas évoqué les facteurs ESG comme décisifs dans l'appel d'offre. Si le conseiller en investissement ou l'administrateur d'actifs ne répond pas à cette attente, il existe **un risque très réel de poursuites pour négligence** car il n'aura pas exécuté son*

⁷ Par exemple, lorsque le compte est organisé comme un partenariat limité, l'accord de partenariat limité constitue en toute logique le document où peut être incluse une disposition ESG. Autrement, lorsque le compte est un véhicule d'investissement collectif organisé en fiducie commerciale, la déclaration de fiducie ou autre document similaire sera, en toute logique, le document où pourra être portée une disposition ESG.

obligation professionnelle de précautions vis-à-vis du client en ne soulevant pas les questions ESG et en ne les prenant pas en compte.

*« En tant que conseillers professionnels en investissement, les consultants et les administrateurs d'actifs exercent sur la base d'un **contrat**. Ce sont des professionnels indépendants pour le client, et non des employés, ce qui explique l'importance de leur marge de manœuvre professionnelle... les conseillers en investissement et les administrateurs d'actifs doivent être **proactifs** et non **réactifs**.*

Enfin, Quayle Watchman Consulting avance huit recommandations à destination des fonds de pension voulant mettre concrètement en œuvre l'intégration ESG dans les mandats d'investissement, dont l'une consiste à adopter les Principes d'investissement responsables et à exiger de leurs administrateurs qu'ils fassent de même.

Il recommande également de produire des rapports *tenant compte de l'ESG* pour chaque administrateur et insiste sur l'importance d'évaluer à *plus long terme* les performances des administrateurs et de lier ces performances à des *mesures incitatives à long terme*.

« Le fonds de pension doit préciser la ou les périodes de retour à moyen et long termes sur lesquelles les performances de l'administrateurs d'actifs seront évaluées. Ces performances doivent être liées à des mesures incitatives à long terme (primes et bonus) correspondant à des objectifs convenus. Le fonds de pension doit exiger de l'administrateur d'actifs des rapports réguliers (ex. tous les 6 à 12 mois) sur le fonds et sur la mise en application des critères ESG. Le fonds de pension et l'administrateur d'actifs doivent définir ensemble la forme et la norme de rapport les mieux adaptées au fonds et à l'investissement. Le fonds de pension doit exiger de l'administrateur qu'il communique son expertise en matière d'ESG, y compris les qualifications de son équipe et d'autres ressources, et qu'il indique comment il assure l'entretien et le développement de cette expertise ESG. »

Partie II – Enquête auprès des cabinets de conseil en gestion des actifs sur l'intégration de l'ESG dans le processus d'investissement

Cette section met en lumière le rôle crucial des consultants dans la chaîne d'investissement.

L'enquête innovante de l'AMWG a recueilli un ensemble de bonnes pratiques sur l'intégration ESG dans divers aspects du processus de gestion des investissements (voir Annexe C). De plus, les réponses fournies ont mis en lumière des domaines dans lesquels le secteur du conseil peut généralement faire mieux (synthèse ci-dessous), notamment dans le contexte du conseil juridique :

1. Un problème visible de manque d'intégration ESG au sein du secteur du conseil.
2. Une évolution sensible de la demande de services intégrant l'ESG depuis la publication des PRI en 2006.

3. Une certaine confusion entre l'intégration ESG et les approches traditionnelles d'investissement éthique.
4. Le secteur du conseil n'a pas développé assez de mesures pour évaluer les compétences des administrateurs d'actifs en matière d'intégration et d'engagement ESG.
5. Un conflit avec la recommandation juridique de Quayle Watchman Consulting sur l'obligation professionnelle des conseillers en investissement et des administrateurs d'actifs de soulever proactivement les questions ESG avec leurs clients.
6. Un conflit avec la recommandation juridique de Quayle Watchman Consulting sur la nécessité d'intégrer le vocabulaire ESG dans les contrats de gestion d'investissement ainsi que dans les Déclarations de principes d'investissement ou de politique d'investissement.
7. Les lois sur la divulgation en lien avec l'ESG évoluent toujours, et la conformité implique le respect de la lettre mais aussi de l'esprit de la loi. Les décideurs et la société civile ont un rôle crucial à jouer.

Partie III - Développements pratiques de l'intégration de l'ESG dans le processus d'investissement

Il devient de plus en plus évident que pour conserver leur rôle de créateurs de richesse, les investisseurs institutionnels et les entreprises doivent également participer activement à la promotion d'une économie plus durable. Cette section du rapport présente les récents développements et études qui indiquent dans quelle mesure les investisseurs institutionnels adoptent des stratégies d'investissement à plus long terme et proposent des étapes concrètes pour l'intégration des critères ESG dans le processus d'investissement. On trouvera également à l'Annexe A une revue des développements juridiques concernant les obligations fiduciaires et les problématiques ESG depuis le Rapport Freshfields, en incluant celui-ci.

Cette section met également en avant un nombre croissant d'initiatives volontaires facilitant l'intégration des problématiques ESG dans la prise de décisions d'investissement, financières ou commerciales, initiatives qui appuient le commentaire de Quayle Watchman Consulting sur les obligations fiduciaires, les questions ESG et les codes de bonnes pratiques ou déclarations de principes publiés volontairement.

« Il existe également un nombre important de codes de pratiques ou déclarations de principe en matière d'investissement et de finance, comme les Principes d'investissement responsable et les Principes de l'Équateur, par lesquels les signataires décident volontairement de prendre en compte les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) lors de la prise de décisions financières et du choix d'investissements. L'impact de ces instruments volontaires sur les marchés ne doit pas être sous-estimé : en pratique, ils sont omniprésents et largement appliqués par leurs signataires au sein des secteurs financiers où ils ont été adoptés. »

Bien qu'il y ait encore une large marge d'amélioration, ces développements concrets et ces études indiquent que de nombreux investisseurs institutionnels de premier ordre adoptent des stratégies d'investissement plus durables, orientées à plus long terme, et vont vers une plus grande intégration des problématiques ESG dans la philosophie et la pratique d'investissement globales, au-delà des différentes classes d'actifs.

Pour synthétiser, Fiduciaire II conclut essentiellement que pour concrétiser la vision du premier Rapport Freshfields dans laquelle les administrateurs intègrent les problématiques ESG dans leur prise de décision, les questions ESG doivent être intégrées aux contrats légaux passés entre les propriétaires d'actifs et les administrateurs, et que la mise en œuvre de ce cadre doit être régie par les administrateurs par le biais de rapports aux clients. Fiduciaire II défend également l'idée que les consultants ont le devoir de soulever proactivement les problématiques ESG au cours du processus de conseil.