
L'investissement socialement responsable: critères et performances

Auteur : Bridts, Margot

Promoteur(s) : Defourny, Jacques

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'ULg

Diplôme : Master en sciences économiques, orientation générale, à finalité spécialisée en Economics and Society

Année académique : 2016-2017

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/3606>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

**L'investissement socialement responsable :
critères et performances**

Jury

Mémoire présenté par

Promoteur :

Margot Bridts

Defourny Jacques

En vue de l'obtention du diplôme de Master en

Lecteurs :

Sciences Economiques, à finalité spécialisée en

Bernard Thiry

Economics and Society.

Sybille Mertens

Année académique 2016 - 2017

Remerciements

Je voudrais sincèrement remercier toutes les personnes qui m'ont aidée et soutenue dans l'élaboration de ce mémoire.

Je tiens particulièrement à remercier mon promoteur, Monsieur le Professeur Jacques Defourny, pour le temps qu'il m'aura consacré et les précieux conseils qu'il m'a donnés.

Monsieur Olivier Maes pour ses connaissances en économie, ainsi que pour son avis et ses critiques pointilleuses.

Madame Laurence Piccolo pour ses précieuses relectures, accompagnées de remarques pertinentes qui ont permis d'améliorer la qualité de ce mémoire.

Et enfin, mes parents pour leurs encouragements, leur patience et leur écoute.

Table des matières

I.	Introduction	1
II.	L'ISR.....	3
2.1	Terminologie	3
2.2	Considérations extra-financières.....	4
2.3	Objectifs	5
III.	Histoire de l'investissement socialement responsable	7
3.1	Contexte d'apparition	7
3.2	Etat des lieux	9
3.2.1	Le marché	9
3.2.2	Contexte législatif et politique	12
3.2.3	Perspectives	13
IV.	L'industrie de la finance socialement responsable.....	15
4.1	Groupes de pression.....	15
4.1.1	Instances supranationales.....	15
4.1.2	Promoteurs.....	16
4.1.3	Acteurs de la société civile	17
4.1.4	Outils de référence	17
4.2	Fournisseurs de services connexes.....	18
4.3	Bilan de l'industrie de l'ISR	20
V.	Les pratiques de l'ISR	23

5.1	Les différentes approches de l'ISR	23
5.2	Le placement socialement responsable	25
5.2.1	Les bailleurs de fonds	25
5.2.2	Les fonds communs de placement	26
5.2.3	L'analyse qualitative : le placement tamisé.....	27
VI.	Evaluation des performances financières et extra-financières.....	29
6.1	Les modèles financiers	29
6.2	L'évaluation de la performance financière.....	30
6.3	L'évaluation de la performance extra-financière	32
6.3.1	La méthode par indicateur	33
6.3.2	La problématique	33
6.3.3	Les méthodes existantes d'évaluation	34
VII.	Le socialement responsable pénalise-t-il la performance ?	39
7.1	Partisans versus opposants.....	39
7.2	Synthèse de la littérature scientifique du 20 ^{ème} siècle.....	40
7.2.1	The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund (David A. Sauer)	40
7.2.2	The performance of European Socially Responsible Funds (Maria Ceu Cortez, Florinda Silva et Nelson Areal)	42
7.2.3	L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? La performance financière des FSR (Khaled Saadaoui)	43
7.2.4	Y a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performancc des fonds socialement responsables américains (Radu Burcalu, Isabelle Girerd-Potin et Denis Dupré).....	44

7.2.5	Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds (Francisco Climent et Pilar Soriano).....	45
7.2.6	International evidence on ethical mutual fund performance and investment style (Rob Bauer, Kees Koedijk et Roger Otten).....	47
7.2.7	Relative performance of SRI equity funds: An analysis of European funds using Data Envelopment Analysis (Antonella Basso and Stefania Funari)	50
7.2.8	« Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique » et « Performance financière de l'investissement socialement responsable : une méta-analyse » (Christophe Revelli et Jean-Laurent Viviani).....	51
7.3	Analyse des convergences et divergences	53
VIII.	Conclusion.....	57
IX.	Bibliographie	61
X.	Annexes.....	I
A.	Les Principes pour l'Investissement Responsable (UNEP Finance Initiative & United Nations Global Compact, 2016).....	I
B.	Les principes de l'équateur (The Equator Principles Association, 2013).....	II
C.	Les principes du Global Compact (United Nations Global Compact Office, s. d.-b)....	III
D.	Les critères d'inclusion et d'exclusion de Renneboog et al. (2008, p. 1729)	IV
E.	La théorie du portefeuille (ABC Bourse, s. d.; Poncet & Portrait, 2010, p. 800-806)	V
F.	Le modèle CAPM (ABC Bourse, s. d.; Poncet & Portrait, 2010, p. 806-810)	VI
G.	Le modèle ATP (ABC Bourse, s. d.; Poncet & Portrait, 2010, p. 815-818)	VII
H.	Résultats de la seconde comparaison de l'étude de Sauer (1997, p. 147).....	VIII
I.	Résultats de l'étude de Saadaoui (2009, p. 24-26)	IX
J.	Résultats de l'étude de (Burcalu et al., 2004, p. 10-11,13-16)	XI

K.	Résultats de l'étude de (Climent & Soriano, 2011, p. 281,282,284)	XIV
L.	Résultats de l'étude de Bauer et al. (2004, p. 1761,1764)	XV
M.	Détails mathématique de l'étude de Basso et Funari (2010)	XVI

Table des figures :

Figure 1 : Evolution globale de l'encours ISR belge 2005-2015 (Réseau Financité, 2016, p. 55).....	10
Figure 2 : Décomposition par type des actifs ISR 2011-2015 (Eurosif, 2016, p. 52).....	10
Figure 3: Décomposition par pays du marché particulier/institutionnel (Eurosif, 2015, p. 52).....	11
Figure 4 : Stratégies ISR dominantes en Europe (Eurosif, 2016, p. 12).....	12
Figure 5 : Les différentes approches ISR (Oehri et al., 2014, p. 48).....	23
Figure 6 : Classement par popularité des secteurs exclus (Eurosif, 2016, p. 26)	27
Figure 7 : Thématique du développement durable (Eurosif, 2016, p. 18).....	28
Figure 8 : Mesurer les performances extra-financières : les questions préalables (Capelle-Blancard & Petit, 2013, p. 114).	34
Figure 9 : Résultat de la cotation au 31/2/2016 (Bayot et al., 2016, p. 70).	37
Figure 10 : Rendement moyen mensuel et variance (Sauer, 1997, p. 142).	41
Figure 11 : Alpha de Jensen (Sauer (1997, p. 14).....	41
Figure 12 : Comparaison des indices de performance de Sharpe (Sauer, 1997, p. 145).	42
Figure 13 : Estimation des performances des fonds ISR (Cortez et al., 2009, p. 580).	42
Figure 14 : Statistiques descriptives et ratios de Sharpe des fonds ISR et fonds traditionnels (Saadaoui, 2009, p.23).	43
Figure 15 : Statistiques descriptives des trois types de fonds de 1987-2009 (Climent & Soriano, 2011, p. 279).	45
Figure 16 : Alpha de Jensen, modèle à un facteur (Climent & Soriano, 2011, p. 280).	46
Figure 17 : Alpha de Jensen, modèle à quatre facteurs (Climent & Soriano, 2011, p. 283).....	46
Figure 18 : Statistiques descriptives des fonds ISR et fonds conventionnels de 1990-2001 (Bauer et al., 2005, p. 1757).	48

Figure 19 : Alpha de Jensen (Bauer et al., 2005, p. 1759).	48
Figure 20 : Différences des alphas de Jensen entre fonds ISR et fonds conventionnels en trois sous-périodes (Bauer et al., 2005, p. 1763).	49
Figure 21 : Résultats des trois régressions linéaires (Basso et Funari, 2010, p. 23).	50
Figure 22 : Régressions linéaire des performances (Basso & Funari, 2010, p. 25).	51
Figure 23 ; Effet de l'ISR sur la performance financière (Revelli & Viviani, 2011, p. 50).	52

Liste des tableaux

Tableau 1: Les stratégies d'exclusion.	27
Tableau 2: Les stratégies d'inclusion	28
Tableau 3 : Synthèse des résultats des 8 analyses.	53

Liste des abréviations :

AG	Assemblée Générale
DD	Développement durable
DRS	Degré de responsabilité sociale
EP	Equator Principles
ESG	Environnemental, sociale et de gouvernance
GRI	Global Reporting Initiative
IF	Intensité de filtrage
ISR	Investissement socialement responsable
QI	Qualité d'information non-financière
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique
OIT	Organisation Internationale du Travail
ONG	Organisation Non Gouvernementale
ONU	Organisation des Nations Unies
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PNUE	Programme des Nations Unies pour l'Environnement
PRI	Principles for Responsible Investment
RSE	Responsabilité sociale des entreprises
SR	Socialement responsable

I. Introduction

Dès le 19^{ème} siècle, un nouvel élan dans le paysage entrepreneurial est observable : la responsabilité d'une entreprise n'est plus seulement basée sur la recherche du profit, elle se fonde également sur des aspects éthiques, philanthropiques et paternalistes reposant sur des dogmes religieux (Revelli, 2013). La notion de responsabilité économique de l'entreprise vis-à-vis de la société se précise.

La Commission européenne définit en 2006 la Responsabilité Sociale des entreprises (RSE) comme « l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leur relation avec les parties prenantes » (définition de la Commission européenne cité par Fatoux, 2006, et par Silvent, 2013). Il y a donc trois piliers à la RSE : (1) la démarche volontaire, (2) la dimension sociale et environnementale, (3) la gouvernance d'entreprise avec comme thématique la création de valeur et les parties prenantes (Rubinstein, 2006).

Une entreprise en tant qu'institution doit être gérée pour son intérêt privé, mais également pour l'intérêt collectif. Cependant, l'existence d'externalités¹ sépare ces deux types d'intérêts (Rubinstein, 2006). Ces externalités ne sont pas prises en compte dans le calcul des coûts et profits car elles ne sont pas quantifiables. Il existe donc un biais. La RSE internalise ces externalités, ce qui permet d'en maîtriser les coûts (Rubinstein, 2006). En effet, la RSE est une stratégie qui permet d'accroître la valeur de l'entreprise sur le long terme, grâce à la prise en compte dans les décisions économiques des enjeux du développement durable, et des externalités qu'elle engendre (Fatoux, 2006; Silvent, 2013). Une entreprise responsable a pour objectif de défendre les intérêts des actionnaires mais également de toutes les parties prenantes (Rubinstein, 2006).

Cette stratégie lui procure une image positive. Elle apporte son soutien à des innovations techniques, comme par exemple des systèmes de production moins polluants (Rubinstein, 2006). Elle permet de mieux anticiper le marché et les risques, d'optimiser les processus de production en réduisant les coûts et en améliorant la gestion du personnel et, d'atténuer la compétition (Renneboog, Ter Horst, & Zhang, 2008; Silvent, 2013).

¹ Externalité : Une externalité présente deux traits caractéristiques. D'une part, elle concerne un effet secondaire d'une activité principale de production ou de consommation. D'autre part, l'interaction entre l'émetteur et le récepteur de cet effet ne s'accompagne d'aucune contrepartie. De plus, elle peut être positive ou négative selon que sa conséquence soit favorable ou défavorable sur le bien-être (<http://www.universalis.fr/encyclopedie/externalite-economie/>).

L'équivalent de la RSE pour les acteurs financiers est l'investissement socialement responsable (ISR). L'ISR n'est pas un mode de financement récent. Les premières traces de cette pratique remontent au 19^{ème} siècle. Néanmoins, le mouvement connaît une forte croissance ces dernières années avec entre autre la problématique du réchauffement climatique. Les rapports annuels de Financité² et Eurosif³ montrent qu'il y a une offre grandissante de placement responsable auprès des épargnants particuliers. C'est pourquoi il semble intéressant de faire le point sur le marché de l'investissement socialement responsable. Ce concept sera présenté dans le but de répondre à la question suivante : le socialement responsable pénalise-t-il la performance?

Avant de répondre à cette question, il convient de bien comprendre ce qu'est l'ISR. Ainsi, le premier chapitre expose une définition, le concept et ses objectifs. Le second chapitre est axé sur l'histoire de l'ISR et expose un bref état des lieux du marché et des lois mises en place. Les chapitres suivants traitent d'une part, de l'industrie de l'ISR, c'est-à-dire les différents acteurs et principes régulant le mouvement, et d'autre part, des pratiques existantes de mise en place de la stratégie, en se focalisant particulièrement sur le placement tamisé. L'avant-dernier chapitre concerne l'évaluation des performances d'un fonds, qu'elles soient financières et extra-financières. Et enfin, le dernier fera la synthèse de plusieurs études comparant les performances de l'ISR à celles des investissements traditionnels.

² « Associations qui se sont rassemblées au sein du Réseau Financement Alternatif pour développer et promouvoir la finance éthique et solidaire » (http://www.reseau-idee.be/adresses-utiles/fiche.php?org_id=526).

³ « Eurosif is the leading European association for the promotion and advancement of sustainable and responsible investment across Europe, for the benefit of its members" (<http://www.eurosif.org/about-us/>).

II. L'ISR

Ce chapitre tente de répondre en trois étapes à la question « qu'entendons-nous par investissement socialement responsable de nos jours ? ». La première étape concerne la terminologie et apporte une définition, parmi les nombreuses existantes, qui sera retenue dans ce travail. Le second élément de réponse consiste à mettre en avant ce qui se cache réellement derrière ce concept. Enfin, la dernière partie reprendra les différents objectifs poursuivis par l'ISR.

2.1 Terminologie

Investissement (socialement) responsable, investissement éthique ou encore finance (socialement) responsable sont des termes régulièrement cités pour définir un même courant financier.

L'Investissement Socialement Responsable, *Socially Responsible Investment*, désigne le mouvement qui prend en compte des valeurs autres que financières lors des choix d'investissements qui auront des conséquences favorables pour la société (Campeau, Lacroix, Marchildon, Chavaz, & Dostie, 2011a). L'investissement éthique quant à lui est associé aux pratiques relevant de la morale, qui ne vise pas le profit et correspond donc plus à la définition passée du début du 20^{ème} siècle (Campeau et al., 2011a; Sparkes & Cowton, 2004). Et finalement, la finance socialement responsable, terme qui n'existe pas en anglais, est utilisé afin de distinguer l'investissement du placement (Campeau et al., 2011a).

Ainsi, la finance peut être divisée en deux catégories : le placement d'argent qui se fait sur le marché secondaire, le but étant d'obtenir un certain profit et l'investissement qui pour sa part concerne la participation directe en entreprise grâce à l'emploi de capitaux dans le but d'accroître la production et le rendement de celle-ci. Chaque catégorie correspond à des pratiques socialement responsables bien précises. Selon Gendron et Bourque (2003), le placement socialement responsable correspond au placement tamisé et à l'engagement actionnarial. L'investissement socialement responsable inclut le capital développement et la finance solidaire (Gendron & Bourque, 2003). C'est quatre types de pratiques seront définies dans le chapitre V.

Pour la suite de ce travail, le terme retenu sera la traduction du terme anglais, Investissement Socialement Responsable. Tout d'abord, parce que l'investissement éthique ne correspond plus aux pratiques actuelles de l'approche mais plutôt à celles du siècle passé, et que l'éthique est un concept qui ne peut être labélisé puisqu'il s'agit d'une compétence, d'une science. Ensuite, parce que la finance socialement responsable implique la distinction entre placement et investissement, ce qui n'apparaît pas dans les écrits anglais. Et donc, il est préférable de garder le terme ISR car il est le plus fiable aux écrits

anglo-saxons, et il est le plus utilisé de nos jours. La définition de l'ISR qui sera utilisée est celle de l'Eurosif (2016, p. 9) :

“Sustainable and Responsible Investment (“SRI”) is a long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies”⁴.

2.2 Considérations extra-financières

Malgré le manque de consensus sur une définition stricte, il est communément admis que l'ISR se caractérise par l'intégration de critères extra-financiers, en plus des critères financiers traditionnels, pour la sélection, la conservation et la liquidation de titres. (Loiselet, 2000, cité par Campeau et al., 2011). Les droits attachés à la détention de ces titres sont exercés de manière responsable, un exemple est le droit de vote (ibid., p 34). Le choix de ces critères par les investisseurs correspondent à leurs valeurs et convictions (Campeau et al., 2011a). L'intégration de ces critères peut se faire via différentes stratégies qui seront expliquées dans le chapitre qui leur est dédié.

Deheuvels (2006) définit l'ISR comme un concept qui s'inscrit dans le développement durable (DD) par l'intégration de considérations extra-financières. Il précise que le DD recherche un équilibre entre politique, économie et environnement. L'ISR a pour rôle de prendre en compte l'influence de l'entreprise sur cet équilibre et de mesurer l'impact de cette influence sur la richesse de l'entreprise (Deheuvels, 2006).

Campeau et al. (2011a) font remarquer que cette prise en compte de critères extra-financiers ne signifie pas que les investisseurs négligent le rendement financier. Bien au contraire, ils effectuent un choix en équilibre avec ce double objectif. Un risque réduit et potentiellement un accroissement des rendements peuvent même être envisagés (Campeau et al., 2011a). Un grand nombre d'études furent réalisées au cours du 21^{ème} siècle afin d'affirmer ou d'infirmer cette dernière déclaration. Une synthèse des différents résultats sera exposée dans le dernier chapitre.

⁴ « L'investissement socialement responsable (ISR) est une approche d'investissement long-terme, qui intègre des facteurs ESG dans la recherche, l'analyse et la sélection de titres dans un portefeuille d'investissement. Cela combine l'analyse fondamentale et l'engagement avec une évaluation des facteurs ESG afin de mieux obtenir des rendements long terme pour les investisseurs, et d'être bénéfique à la société en influençant le comportement des entreprises ».

2.3 Objectifs

D'un point de vue pratique, l'objectif d'un fonds de gestion se retrouve dans sa politique d'investissement. Comme de Brito (2006) le précise, il est primordial de définir les attentes des potentiels investisseurs afin d'en évaluer l'impact sur l'objectif de gestion du fonds. L'ISR peut être intégré de trois manières dans l'objectif de gestion de base, qui est d'« atteindre le niveau de performance maximum en respectant les contraintes fixées » : soit en tant que nouvelle contrainte, soit comme objectif supplémentaire, ou via la combinaison des deux (de Brito, 2006, p. 154).

Un bon nombre d'auteurs sont d'accord sur le fait que l'objectif premier de l'investissement socialement responsable soit le bien commun, qui consiste en l'amélioration des conditions de tout un chacun. Pour cela, l'ISR favorise une performance sociale et environnementale sur le long terme. De manière plus précise, l'ISR cherche à favoriser l'enrichissement collectif, la réduction des inégalités, la consolidation des droits humains et sociaux et surtout à renforcer la démocratie où elle a été affaiblie (Campeau et al., 2011a).

Dans le domaine de la finance dite socialement responsable, Gendron et Bourque (2003) désignent en amont des personnes aux valeurs et principes éthiques, aux objectifs autres que le profit à court terme ; et en aval, l'ISR répond aux besoins d'entrepreneurs qui intègrent des critères d'intérêt général. Les fonds socialement responsables construisent donc un lien entre les investisseurs et les projets en développement, en se préoccupant du bien-être collectif (Gendron & Bourque, 2003). En conclusion, l'ISR a un objectif double : obtenir des rendements conformes aux valeurs du marché et offrir un impact social positif à la société.

III. Histoire de l'investissement socialement responsable

L'investissement socialement responsable dans la forme moderne que nous lui connaissons date des années 1960-1970 (Campeau et al., 2011a). Il est cependant nécessaire de remonter le fil historique pour comprendre le phénomène. Ce chapitre retrace donc l'évolution de l'ISR depuis le 19^{ème} siècle jusqu'à nos jours. Il expose ensuite un bref historique du marché européen et de l'évolution des différentes lois existantes.

3.1 Contexte d'apparition

La naissance de l'investissement responsable se situe aux Etats-Unis au 19^{ème} siècle (Campeau et al., 2011a). A cette époque, le mouvement était uniquement promu par l'Eglise catholique qui investissait entre autre dans le domaine du social (Ballestero, Pérez-Gladish, & Garcia-Bernabeu, 2015). Durant la révolution industrielle, les Quakers⁵ furent parmi les premiers à éviter d'investir dans des entreprises en contradiction avec leurs principes religieux tels que la paix, la fraternité et la solidarité (Ballestero et al., 2015; Oehri, Dreher, Jochum, & von Schnurbein, 2014). Ainsi, les congrégations religieuses s'interdirent d'investir dans des entreprises produisant des armes et pratiquant l'esclavage (Campeau et al., 2011a).

Selon ces mêmes auteurs, trois autres phases de développement sont observables, la première met en avant la prise en compte progressive d'objectifs sociaux. Ils ajoutent à cela que durant les années 1920, l'investissement responsable qui est appelé investissement éthique commence à s'étendre au Royaume-Uni. Les groupes religieux mènent le même combat qu'aux Etats-Unis en excluant de leur portefeuille les *sin stocks*, c'est-à-dire les actifs de producteurs de tabac, d'alcool, d'armes, de pornographie et de jeu (Campeau et al., 2011a). Le premier fonds éthique, le *Pioneer Fund*, fut créé en 1928 (Oehri et al., 2014). Ces auteurs précisent que c'est à la suite de sa création que l'investissement responsable devient d'intérêt public. Il est le premier placement financier offert aux particuliers et aux églises qui suit la logique d'exclusion des secteurs immoraux (Oehri et al., 2014; Revelli, 2013). Campeau et al. (2011) constatent un mouvement proactif d'encouragement de certains investissements, et non plus un mouvement de refus.

La seconde phase se distingue par l'intégration de la dimension politique. Elle débute dans les années 1960 et se prolongera jusqu'aux années 1980. Selon Campeau et al. (2011a), l'investissement

⁵ Société Religieuse des Amis, fondée par George Fox en Angleterre au 17^{ème}, qui s'est répandue aux Etats-Unis grâce à William Penn (Ballestero, Pérez-Gladish, & Garcia-Bernabeu, 2015).

éthique du milieu du 20^{ème} siècle est toujours basé sur des valeurs religieuses, mais celles-ci s'appuient aussi sur des domaines sociaux et politiques, ainsi que sur la gestion des entreprises. Ils expliquent que la raison principale serait le climat politique qui est, entre autre, axé sur des mouvements sociaux, environnementaux, sur le droit de la femme et les droits civiques. Ces mouvements ont donné lieu à une prise de conscience générale quant à la responsabilité sociale des entreprises (Loiselet, 2000, cité par Campeau et al., 2011). Cela sous-entend une compréhension des impacts de leur activité et de leur management sur l'environnement et sur la communauté (Campeau et al., 2011a). Par conséquent, des codes de conduite et des audits sociaux voient le jour (Vogel, 2005, cité par Campeau et al., 2011). Les citoyens voient apparaître différents types de fonds, tels que les fonds socialement responsables ou les fonds communautaires, qui visent à soutenir l'emploi et l'insertion des plus défavorisés (Campeau et al., 2011a; Revelli, 2013). Du point de vue politique, un grand nombre d'individus se rebellent, tout d'abord contre la guerre du Vietnam, ensuite pour défendre l'égalité et la justice raciale, et finalement dans les années 1980 pour lutter contre l'Apartheid en Afrique du Sud (Ballestero et al., 2015; Campeau et al., 2011a). Les choix économiques et politiques du gouvernement états-uniens sont impactés par les valeurs qu'ils défendent (Campeau et al., 2011a). Leur moyen de pression est simple, ils protestent dans les rues et désinvestissent des entreprises qui produisent des armes et des outils de guerre (Ballestero et al., 2015).

La troisième phase de développement remonte aux années 1990 et s'étend jusqu'à nos jours. Alors que Campeau et al. (2011) pensaient qu'à la fin de la phase précédente l'ISR allait s'estomper, celui-ci connut un nouveau souffle avec le réchauffement climatique et les mouvements d'émancipation de la femme. Ils citent la protection de l'environnement et la justice sociale comme les nouvelles préoccupations majeures. Les premiers indices responsables et labels de qualité, ainsi que les forums d'investissement socialement responsable voient le jour un peu partout dans le monde (Ballestero et al., 2015; Campeau et al., 2011a). Ces forums ont pour but de promouvoir l'ISR ainsi que ses procédés. La gestion des divers fonds nécessite l'aide de nouveaux acteurs tels que des analystes spécialisés dans les agences de notation et des entreprises de services-conseils extra-financiers (Ballestero et al., 2015; Campeau et al., 2011a; Revelli, 2013). Ainsi, la fin du 20^{ème} siècle est synonyme de naissance de la communication de l'information sur les performances extra-financières des entreprises.

Le 21^{ème} siècle est marqué par les crises financières, et une baisse du marché. Selon Loiselet (2003), les fonds ISR traversent la crise en montrant des performances égales aux fonds conventionnels, voir meilleures lorsque le déséquilibre sectoriel dans leur composition fut corrigé. En ces temps de perte de confiance dans le capitalisme, il affirme que l'ISR attire l'attention d'un grand nombre de professionnels de la finance. Dans le courant de l'année 2002 apparaît un accroissement de l'offre qui s'accompagne d'une expansion du nombre de bailleurs de fonds (Loiselet, 2003).

Concernant le développement du mouvement en Europe, le premier fonds éthique, *Ansvar Aktiefond Sverige*, est apparu en 1965 en Suède (Ballestero et al., 2015; Campeau et al., 2011a). Néanmoins, c'est au début des années 1990 que l'Europe prend réellement de l'ampleur sur le marché de l'ISR (Ballestero et al., 2015). Ceci est la conséquence de l'arrivée du mouvement de développement durable et des premiers fonds durables (qui sont les premiers à combiner rentabilité financière et performance sociale et environnementale) (Déjean, 2005, cité par Campeau et al., 2011). Les nouveaux fonds environnementaux ont particulièrement la cote, contrairement aux Etats-Unis (Louche et Lydenberg, 2006, cité par Campeau et al., 2011a).

Dans leur livre, Ballestero et al. (2015) évoquent la division en termes de motivation de l'Europe. Selon eux, la Belgique donne de l'importance à l'environnement et à l'individu qui est au centre de l'activité économique du pays. En effet, ils expliquent que l'éducation, la création d'emploi et la solidarité au sein des différentes communautés sont des domaines qui y sont fortement développés. Notre pays se distingue par la forte présence des syndicats et par sa conscience dans les droits du travail (Ballestero et al., 2015). Les premiers fonds éthiques belges arrivent sur le marché en 1992 grâce à la KBC et au groupe boursier Van Moer Santerre (Thoreau, 2004). Le pays crée également sa propre agence d'analyse extra-financière, Ethibel, qui deviendra très vite une référence européenne de l'analyse éthique (ibid., p. 17).

De nos jours, l'investissement socialement responsable est considéré comme un phénomène multiforme en raison des différents types d'investissements et de produits. La Belgique est considérée comme pays à maturité intermédiaire, c'est-à-dire que l'ISR n'est pas encore devenu un standard malgré les nombreuses classes d'actifs existantes (Chatelet, Bourcet, Isambart, Simon, & Centre de recherche ISR de Novethic, 2015).

3.2 Etat des lieux

3.2.1 Le marché

De 1995 à 2005, le marché mondial a connu une croissance importante. Même si le marché européen a pris plus de temps à se développer, en 2005 il atteint 1.4 billions de dollars (les USA étant à 2.3 billions de dollars) (Renneboog et al., 2008). Pour notre pays, en 2001, 36 fonds ISR existent représentant 1.5 million d'euros (Thoreau, 2004). De 2006 à 2009, Basso et Funari (2010) nous montrent que le marché européen de l'ISR continue à s'accroître, avec une croissance de 57%. Le nombre de fonds socialement responsables en 2006 était de 388, et il atteint 683 en 2009 (Basso & Funari, 2010).

Il est possible de voir sur le graphe ci-dessous que l'ISR belge atteint en 2010 le maximum de son encours global : 16-17 milliards d'euros. En 2015, l'encours global est de 14.5 milliards d'euros, ce chiffre est en augmentation depuis 2013, même si la tendance se ralentit (Bayot, Cayrol, Marchand, & Verdonck, 2016). Lors des deux crises financières de 2007 et de 2009, une croissance du montant de l'encours de l'ISR est observable. Ceci pourrait s'expliquer par la perte de confiance dans le capitalisme et dans les fonds traditionnels comme l'explique Loiselet (2003). Globalement, de 2005 à 2015 le montant de l'encours a été multiplié par 1,7, passant de 8,2 milliards d'euros à 14,5 milliards d'euros. La plus grande croissance concerne les comptes d'épargne ISR qui ont quintuplé.

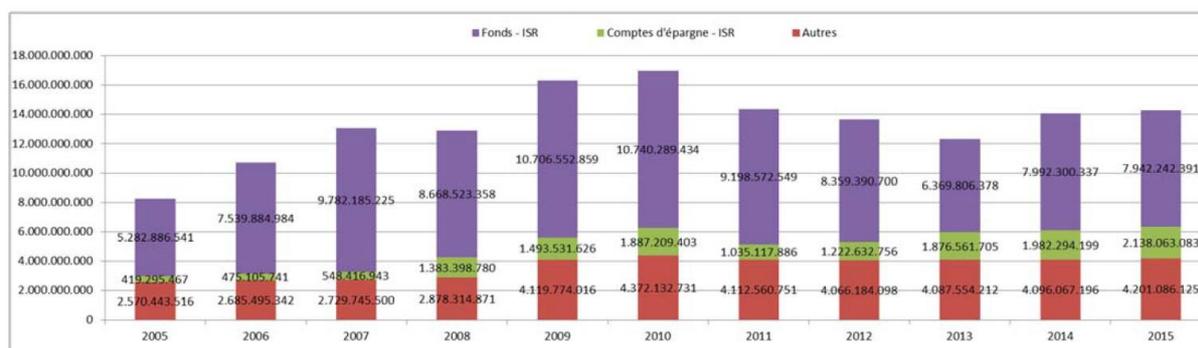


Figure 1 : Evolution globale de l'encours ISR belge 2005-2015 (Réseau Financité, 2016, p. 55).

La répartition du marché entre investisseurs institutionnels et épargnants particuliers est assez tranchée. La figure 2 montre que le marché du retail est globalement plus faible comparé au marché institutionnel, mais c'est un marché en croissance. Durif, Prim-Allaz et Sami (2013) expliquent que cette différence est due à la difficulté pour les particuliers de s'informer et de comprendre les produits de l'ISR. Cependant, des études montrent que ce groupe est enclin à investir dans le socialement responsable s'il leur devient plus accessible (Durif et al., 2013).

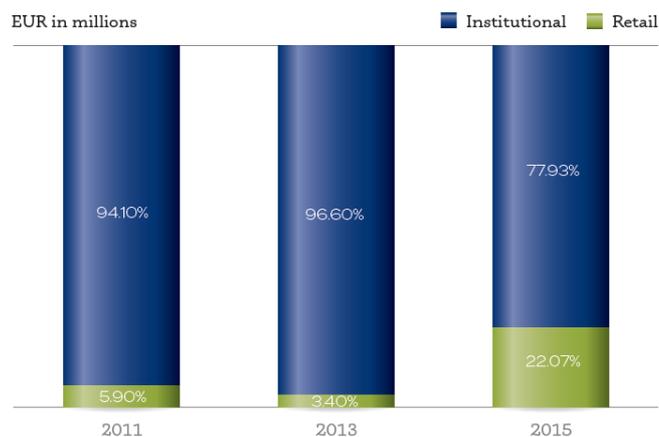


Figure 2 : Décomposition par type des actifs ISR 2011-2015 (Eurosif, 2016, p. 52)

Contrairement aux autres pays étudiés, la Belgique ne suit pas cette tendance, comme le montre la figure 3. C’est bel et bien le marché ISR pour particuliers qui est majoritaire de nos jours (Eurosif, 2016). L’étude d’Eurosif donne deux raisons à cela. Tout d’abord, le pays est la plaque tournante des produits d’épargne, ciblant donc principalement des clients particuliers. Deuxièmement, les acteurs principaux du marché dirigent leurs offres ISR vers des clients privés, cet intérêt porté aux particuliers fortunés explique la croissance du secteur du retail.

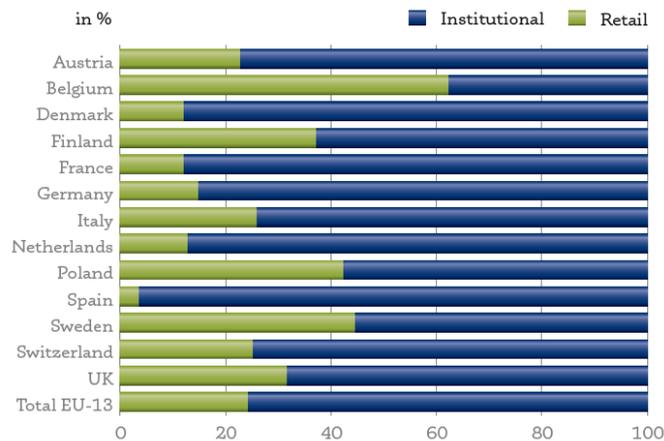


Figure 3: Décomposition par pays du marché particulier/institutionnel (Eurosif, 2015, p. 52).

Deux grandes institutions, Eurosif et Novethic, ont réalisé dans le courant de ces cinq dernières années des études sur l’état actuel du marché européen de l’ISR. Voici les résultats les plus pertinents :

- “The European SRI Study 2016” d’Eurosif apporte quelques chiffres intéressants concernant le statut de l’ISR en Europe. La base de données utilisée couvre les actifs des particuliers et institutionnels de 13 marchés européens. Comme le montre le graphe ci-dessous, la stratégie⁶ dominante appliquée par les investisseurs européens en 2015 est l’exclusion d’entreprises ou de secteurs de l’univers d’investissement du portefeuille (48% des actifs professionnels européens, 10 billions d’euros). La sélection normative arrive en seconde position (5 billions d’euros), qui consiste à l’adhésion à des normes globales énoncées dans des initiatives et directives internationales tel que le Pacte Mondial des Nations Unies. Les différentes stratégies peuvent être appliquées individuellement ou combinées.

⁶ Les stratégies ISR sont expliquées dans le chapitre dédié à ce sujet.

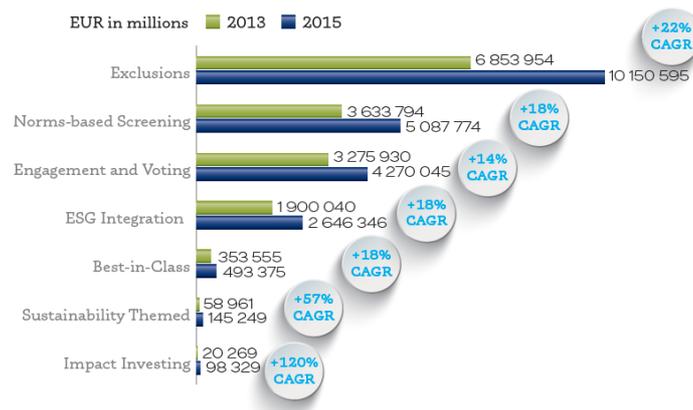


Figure 4 : Stratégies ISR dominantes en Europe (Eurosif, 2016, p. 12).

- Le média expert de l'économie responsable, Novethic, a réalisé une étude en 2015 sur les investisseurs institutionnels responsables européens. 181 acteurs furent interrogés, représentant 13 pays. Selon l'étude, les motivations premières de ces investisseurs pour intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leur gestion sont la maîtrise des risques à long terme, mais également la nécessité de financer une économie durable et une meilleure performance financière dans le temps. Novethic recense trois grandes stratégies ISR⁷ : l'exclusion, la sélection selon des critères ESG, et l'engagement actionnarial. Près de 90% des interrogés pratiquent une des trois approches, 40% combinent les trois et seulement 22% allient l'exclusion avec l'intégration de critères ESG.

3.2.2 Contexte législatif et politique

Que ce soit en Amérique ou en Europe, les différents Etats se sont impliqués afin d'encadrer au mieux l'industrie de la finance socialement responsable. Du point de vue étatique, Campeau, Lacroix, Marchildon, Chavaz et Dostie (2012) affirment que les préoccupations concernent clairement la protection du citoyen. Dans leur étude, les Etats sont désireux d'amoindrir les risques sur le plan social, environnemental et éthique (p. 104). Une bonne répartition des richesses et un marché financier plus stable font également partie de leurs motivations (Campeau et al., 2012). Afin d'y parvenir, les Etats misent sur la promotion et le développement de l'ISR via des lois, des mesures fiscales, et des comités (ibid., p. 104).

La loi la plus notable, qui a inspiré plusieurs autres lois en Europe, est celle du Royaume-Uni de 2000 (Campeau et al., 2011a; Renneboog et al., 2008). Elle oblige les fonds de pension à publier la

⁷ Les stratégies ISR sont expliquées dans le chapitre dédié à ce sujet.

mesure dans laquelle leurs placements tiennent compte des considérations sociales, environnementales et éthiques (Renneboog et al., 2008).

La Belgique, quant à elle, vote en 2001 la loi Vandebroucke qui exige aux fonds de pension de signaler leur degré de prise en compte de critères sociaux, environnementaux et éthiques dans leurs investissements (Renneboog et al., 2008). Ceci est suivi, en 2003, par la loi sur les pensions complémentaires qui oblige une certaine forme de diffusion d'information sur les pratiques ESG (Eurosif, 2016). Selon cette même étude d'Eurosif, les fonds de mutuelle se voient obligés depuis 2012 de clarifier le degré d'appartenance des facteurs ESG dans leur politique d'investissement. Et finalement, en 2013, Febelfin⁸ et BEAMA⁹ offrent une définition harmonisée des produits financiers durables, ainsi que l'obligation pour les fonds ISR de se conformer au Code de Transparence Européen et de définir une politique sur les activités controversées, tel que le nucléaire (Eurosif, 2016).

Malgré le manque d'harmonisation sur la définition par les législateurs européens, les Etats adoptent différentes initiatives, ce qui montre une reconnaissance du concept (Thoreau, 2004). Parmi les plus marquantes, Thoreau cite « l'accord gouvernemental belge de juillet 2003, le livret vert de la Commission européenne 'promouvoir la responsabilité sociale des entreprises', la motion parlementaire italienne 'promotion de la finance éthique et solidaire' » (p. 34).

3.2.3 Perspectives

Revelli (2013) évoque certaines perspectives pertinentes pour l'ISR. Comme chaque produit financier, ce type d'investissement n'est pas parfait. Tout d'abord, il évoque le manque de consensus mondial quant aux critères de définition, ce qui est un réel frein à son développement. Sans quoi, un fonds aux paramètres éthiques secondaires pourrait en réalité cacher un fonds traditionnel. Une harmonisation du concept est également primordiale pour que les processus de sélection et de rating soient mis en synergie (Revelli, 2013).

⁸ Febelfin asbl est la **Fédération belge du secteur financier** (<https://www.febelfin.be/fr/concernant-febelfin>).

⁹ BEAMA est l'acronyme de l'asbl qui porte le nom « Association belge des Asset Managers » (<http://www.beama.be/fr>).

Ensuite, l'auteur déclare que l'ISR est à un stade où il sort de son marché de niche et pourrait basculer vers le mainstream. Malheureusement, il insiste sur le manque de formations et d'informations adaptées aux gérants et analystes extra-financiers pour une gestion efficace du marché. Et sans consensus sur les pratiques et la définition de l'ISR, il serait presque impossible de ne pas rentrer dans un type de processus décisionnel subjectif.

De plus, si le marché devient un marché traditionnel, ne risque-t-il pas de s'éloigner de ses valeurs originelles (mise en avant des acteurs vertueux et exclusion du non-éthique) afin de garder le cap et concurrencer les fonds conventionnels ?

IV. L'industrie de la finance socialement responsable

Après avoir défini le mouvement financier et retracé brièvement l'évolution de l'ISR, il sera question dans ce chapitre des groupes de pression et des fournisseurs de services connexes.

4.1 Groupes de pression

On observe un grand nombre d'initiatives et d'instances collaboratives qui permettent aux investisseurs d'accéder plus rapidement aux informations, ainsi que de partager des stratégies de gestion efficaces (Silvent, 2013). Cette catégorie d'acteurs ne fait pas partie des transactions financières, mais s'occupe de la régulation de l'ISR, de sa promotion, apporte du soutien et diffuse de l'information (Campeau et al., 2012). Les lois élaborées en Europe et en Belgique ont déjà été évoquées dans la partie *Etat des lieux*. Par conséquent, seules les instances supranationales seront abordées dans ce chapitre en tant qu'éléments régulateurs.

4.1.1 Instances supranationales

Tout comme les Etats, les instances supranationales cherchent à promouvoir les pratiques de l'ISR en instaurant des principes, en émettant des recommandations et en élaborant des outils de référence qui serviront à la divulgation d'informations (Campeau et al., 2012). Deux instances très actives seront présentées dans cette sous-section. Il s'agit de l'Organisation des Nations Unies (ONU) et de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE).

L'ONU est pionnière en matière de développement durable. Deux organisations d'importance capitale pour l'ISR s'y retrouvent, de par leur contribution à la régulation de ce marché.

La première est le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), fondé en 1973 (UN Environment, s. d.). Elle est l'autorité mondiale environnementale au sein des Nations Unies qui s'implique dans divers projets et initiatives, comme l'élaboration des Principes pour l'Investissement Responsable (UN Environment, s. d.). Son objectif est d'« assurer le leadership et encourager les partenariats pour la sauvegarde de l'environnement en inspirant, en informant et en permettant aux nations et aux peuples d'améliorer leur qualité de vie sans compromettre celle des générations futures » (UN Environment, s. d.).

La seconde est l'Organisation Internationale du Travail (OIT). Elle voit le jour en 1919 et regroupe les représentants des gouvernements, des salariés et des employeurs de 187 états (Organisation Internationale du Travail, s. d.). La mission principale de l'OIT est de promouvoir des conditions de travail convenables pour les hommes et les femmes dans le monde (Organisation Internationale du

Travail, s. d.). Comme le fait remarquer de Brito en 2005 (cité par Campeau et al. 2012), ce sont des objectifs qui sont très souvent repris dans le cadre de l'ISR. Elle a, entre autre, élaboré les droits fondamentaux du travail (Organisation Internationale du Travail, s. d.).

En ce qui concerne l'OCDE, sa mission principale est d'aider les états à adopter des politiques qui leur permettront de réaliser une croissance durable dans le domaine de l'économie, de l'emploi ou du niveau de vie en général, et ce en maintenant une stabilité financière (Organisation de coopération et de développement économique, 2017). Son objectif est donc l'amélioration du bien-être économique et social mondial (Organisation de coopération et de développement économique, 2017). Convaincu qu'une bonne gestion d'entreprise consiste à prendre en compte les préoccupations environnementales, éthiques, de gouvernance et de lutte contre la corruption, l'OCDE a élaboré plusieurs instruments, comme en 1999 (révisé en 2004) les Principes de gouvernement d'entreprise (Campeau et al., 2012).

4.1.2 Promoteurs

Les promoteurs font comme leur nom l'indique, la promotion de l'investissement socialement responsable et le soutiennent via des initiatives qui offrent un cadre à ce type de finance afin que les transactions soient en cohérence avec les intentions initiales (Campeau et al., 2012). Ci-dessous, deux initiatives multipartites parmi les plus notables sont présentées.

Tout d'abord, les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI¹⁰) furent réalisés en 2006 à l'initiative d'investisseurs, en collaboration avec les Nations Unies (UNEP Finance Initiative & United Nations Global Compact, 2016). Ces principes ont été rédigés suite à la croissance des questions environnementales, sociales et de gouvernance, et sont le lien entre les investissements et ces questions (ibid., p4). Dans la brochure des PRI, il est indiqué que l'objectif est d'inciter les investisseurs, de manière volontaire, à intégrer ces questions ESG dans leurs décisions d'investissement et dans leur gestion d'actifs. L'objectif second des PRI est d'apporter aux autorités des propositions de régulation pour faciliter la promotion des pratiques ISR (Deborde, Minczeles, & Sicard, 2006). En 2016, 1400 signatures furent recensées, couvrant 50 pays et représentant 59 billions de dollars d'actifs (PRI Association, 2016).

Formés en 2003 par un groupe de banques internationales, les Principes de l'Equateur (EP¹¹) sont un ensemble de dix dispositions servant à identifier, évaluer et gérer le risque social et environnemental lié à des financements de projets supérieurs à dix millions de dollars (Campeau et al., 2012; The Equator

¹⁰ *Principles for Responsible Investment*. Les six principes se trouvent en annexe A.

¹¹ *Equator Principles*. Les dix principes sont en Annexe B.

Principles Association, 2011, 2013). Leur but est de motiver les banques internationales, lorsqu'elles financent un projet, à être plus actives en matière de préservation de l'environnement (Campeau et al., 2012; Demoustiez, 2007). Sur le site internet des Principes de l'Equateur, il est possible d'y lire à l'heure actuelle 90 participants représentant 37 pays.

4.1.3 Acteurs de la société civile

Suite à la croissance des entreprises multinationales et des marchés financiers, des acteurs civils commencent à agir en faveur de l'ISR (de Brito et al., 2005, cité par Campeau et al., 2012). Ce travail s'attardera uniquement sur les actions menées par les ONG. Pour n'en citer que quelques-unes : Amnestie Internationale, Greenpeace, etc.

Les ONG jouissent en général d'une grande crédibilité. Elles disposent de moyens financiers mais aussi de moyens non financiers telles que des campagnes médiatiques et politiques (de Brito et al., 2005, cité par Campeau et al., 2012). Elles ont souvent recours à l'activisme actionnarial (Campeau, Lacroix, Marchildon, Chavaz, & Dostie, 2011b). Bien qu'elles ne possèdent qu'un petit nombre d'actions, leur forte réputation pousse les entreprises à modifier leur management (Guay et al., 2004, cité par Campeau et al., 2012).

Dans le cadre de l'ISR, les préoccupations se penchent davantage sur une croissance de la transparence et de comportements plus responsables de la part des entreprises (de Brito et al., 2005, cité par Campeau et al., 2012). Une ONG connue pour son combat pour l'intégration de valeurs du développement durable sur le marché financier est la Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) (Ceres, 2016).

4.1.4 Outils de référence

Ce dernier groupe ne fait pas référence à des acteurs, mais à des mécanismes encourageant la diffusion d'informations et incitant les investisseurs à prendre en compte des critères extra-financiers dans leur gestion de portefeuille.

Le premier mécanisme, la *Global Reporting Initiative* (GRI), est fondé à la fin des années 1990 par la CERES dans le but d'établir des directives en matière de développement durable (Global Reporting Initiative, s. d.). Ces directives visent à aider les entreprises, les gouvernements et les ONG à comprendre et à communiquer des informations sur leur degré de performances économiques, sociales et environnementales (Campeau et al., 2012; Global Reporting Initiative, s. d.).

Fondés en 1999 en réponse à la crise financière des pays émergents, les Principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE sont considérés comme « les normes fondamentales pour la solidité des systèmes financiers », et comme une référence en matière de gouvernement d'entreprise pour les rapports d'observations des normes et des codes de la banque mondiale et du fonds monétaire international (OCDE, 2017, p. 3). Ces principes sont en réalité comme des normes ou bonnes pratiques pour aider les Etats à élaborer un cadre juridique, institutionnel et réglementaire de gouvernance d'entreprise qui tiennent compte des conditions économiques, sociales, juridiques et culturelles de chaque pays (Campeau et al., 2012; OCDE, 2017).

Le Pacte Mondial ou *Global Compact*, créé en 2000, est la plus grande initiative mondiale sur la responsabilité des entreprises. Il a été créé dans le but d'inciter les entreprises et les investisseurs à adopter volontairement les dix principes¹² portant sur les droits de l'homme, le travail, l'environnement, et l'anti-corruption (United Nations Global Compact Office, s. d.-a). Ces principes sont notamment inspirés de la Déclaration Universelle des Droits de l'Homme (United Nations Global Compact Office, s. d.-b). Selon Kofi Annan, qui était à l'époque le Secrétaire général des Nations Unies, le pacte mondial a été créé parce que la finance est le moteur de l'économie mondiale (Ballesterro et al., 2015). Mais les décisions et les pratiques des actionnaires et des investisseurs ne reflètent pas suffisamment les considérations d'ordre social et environnemental (ibid., p. 4). Ainsi, le pacte mondial était la solution au problème.

4.2 Fournisseurs de services connexes

Le marché de l'ISR grandissant au fil des années, la création de nouveaux acteurs aidant indirectement à la gestion de fonds était nécessaire pour que celle-ci reste efficace. Ces acteurs sont ainsi nés à la demande des bailleurs de fonds (Alberola & Giamporcaro-Saunière, 2006; Campeau et al., 2012). Ils fournissent une évaluation et une certification des fonds des entreprises ISR, ils offrent également l'information et la connaissance aux (futurs) investisseurs socialement responsables.

Premièrement, il y a les agences de notation extra-financière telles que Vigeo, MSCI ESG Research ou EIRIS Ltd (Centre de recherche ISR de Novethic, 2014). Elles sont apparues en Europe en 1980 et huit ans plus tard aux Etats-Unis (Alberola & Giamporcaro-Saunière, 2006; Revelli, 2013). Une agence de notation extra-financière est un organisme de recherche et d'analyse dans le domaine du social et de l'environnemental (Campeau et al., 2012).

¹² Les dix principes se retrouvent dans les annexes C.

Novethic décrit la notation extra-financière comme une pratique qui consiste à évaluer tout type d'émetteur de titres (entreprises, Etats, autres) sur sa politique ESG, et d'établir une notation. Cela permet aux bailleurs et gestionnaires de fonds de comparer les différents émetteurs sur leurs pratiques pour réaliser un portefeuille ISR. La note finale est une agrégation de sous-cotes qui sont données aux différents critères (pollution, conditions de travail, etc.) de chacun des domaines d'analyse : l'environnement, le social, la gouvernance (Alberola & Giamporcaro-Saunière, 2006). L'analyse porte sur les politiques choisies de l'entreprise, sur la manière dont elles sont déployées et sur leurs performances (Centre de recherche ISR de Novethic, 2014).

La notation extra-financière se fait sur base de deux types de sources d'informations. La première est obtenue directement par l'entreprise évaluée qui remet les rapports annuels, les bilans sociaux, la politique d'investissement, mais aussi via des interviews et questionnaires auprès de ses membres (Oehri et al., 2014). La seconde source reprend tout ce qui est externe à l'entreprise, c'est-à-dire des évaluations, des statistiques, des études réalisées par des organisations, des rapports de presse (Alberola & Giamporcaro-Saunière, 2006; Oehri et al., 2014). Cette catégorie d'informations apporte des données supplémentaires qui bien souvent ne sont pas publiées par les entreprises, et permet de vérifier la véracité des données fournies par ces dernières (Oehri et al., 2014).

Il existe deux types de notation. Plusieurs études, Campeau et al. (2012), le Centre de recherche ISR de Novethic (2014) et Gaillarde et Guignard (2004), évoquent la notation « sollicitée » lorsque l'entreprise qui est évaluée en fait elle-même la demande ; dans ce cas l'entreprise a le choix de divulguer ou non la note obtenue. La notation est dite « déclarative » quand un gestionnaire de fonds ou un investisseur demande à l'agence une évaluation d'une entreprise en particulier (Campeau et al., 2012; Centre de recherche ISR de Novethic, 2014; Gaillarde & Guignard, 2004). La note attribuée deviendra information publique pouvant être utilisée par la suite par tous les opérateurs financiers (Campeau et al., 2012).

Il y a plusieurs intérêts à la notation extra-financière. Pour Gaillarde et Guignard (2004), le plus évident est qu'elle permet d'évaluer la gestion d'entreprise ; c'est donc un très bon élément de communication. Pour les investisseurs socialement responsables, la notation leur permet de sélectionner les fonds en rapport avec leurs convictions (Gaillarde & Guignard, 2004). Pour l'entreprise, elle constitue un tableau de bord qu'elle tente d'améliorer (ibid., p. 6).

Deuxièmement, il existe des indices boursiers socialement responsables. Ces indices sont pour la plupart créés par les agences de notation extra-financière (Centre de recherche ISR de Novethic, 2014). Ils fournissent aux agences une plus grande transparence sur les processus d'analyse ainsi qu'une meilleure crédibilité (Campeau et al., 2012).

Grâce à ces indices, des indicateurs de performance ont été créés ; ceux-ci ont permis de faciliter et surtout d'améliorer les pratiques de l'ISR (Friend White, 2005, cité par Campeau et al., 2012). Les indices boursiers sont des outils de promotion pour l'ISR car ils touchent un public plus large. Il y a une plus grande transparence de la part des agences de notation dans leur sélection d'entreprise, et de la part des entreprises elles même sur les informations communiquées dans le domaine de la RSE (de Brito et al., 2005, cité par Campeau et al., 2012).

Voici, par ordre d'apparition, les plus connus. En 1990 se crée le *Domini Social Index* (USA), et en 1999 en Suisse le *Dow Jones Sustainability Group Index* (Ballestero et al., 2015). Le Royaume-Uni crée en 2001 le FTSE4Good, et la même année la Belgique sort le *Ethibel Sustainability Index* (Campeau et al., 2012).

Enfin, les derniers fournisseurs de services connexes évoqués par Novethic sont des agences spécialisées par exemple dans la mesure des impacts environnementaux des entreprises comme Trucost, ou dans la notation extra-financière des PME¹³ comme Ethifinance. Sont également présents des fournisseurs d'informations comme Bloomberg et Thomson Reuters qui sont des logiciels donnant accès aux investisseurs à des données extra-financières brutes afin de les coupler avec des données financières (Centre de recherche ISR de Novethic, 2014).

4.3 Bilan de l'industrie de l'ISR

Quelques remarques sont nécessaires quant à l'industrie qui tourne autour de l'ISR. Tout d'abord, il faut de préciser que tous les principes, initiatives, ou autres sont des mesures volontaires. De ce fait, les signataires et participants ne seront en aucun cas sanctionnés s'ils ne parviennent pas à mettre en place leurs engagements ou si les résultats ne sont pas concluants, seule leur réputation risque d'être touchée (UNEP Finance Initiative & United Nations Global Compact, 2006). La question se pose alors sur la réelle motivation : les signataires veulent-ils réellement s'engager à un changement ou recherchent-ils une bonne image ?

En ce qui concerne les notations extra-financières, le manque de réglementation et de définition stricte amène à la subjectivité. En effet, d'une agence à l'autre, la sensibilité et les idéologies des domaines socialement responsables changent (Déjean, 2005, cité par Campeau et al., 2012). De plus, chaque agence a ses propres critères et méthodes d'évaluation (Gaillarde & Guignard, 2004). Par conséquent, une entreprise sera très bien cotée pour une agence, mais se verra attribuer une évaluation

¹³ PME est l'abréviation de Petites et Moyennes Entreprises.

moindre par une autre. Comment l'investisseur peut-il réaliser son choix de titres si les outils à sa disposition ne sont pas objectifs ?

Cependant, le document de recherche de Novethic informe que depuis 2004 les agences de notation peuvent suivre de manière volontaire (une fois encore) un standard européen sur la qualité et la transparence des méthodologies et des travaux réalisés. En 2012, ce standard a été mis à jour et inclut une évaluation des méthodes associées au développement des produits et services offerts en matière d'ISR (Centre de recherche ISR de Novethic, 2014). Mais il demeure un manque d'homogénéisation en ce qui concerne la notation extra-financière au niveau mondial.

Ensuite, dans le cas de la notation sollicitée, le procédé est réalisé par un tiers et est donc supposé être objectif. Cela dit, se pose la question du paiement. Une entreprise ne serait-elle pas prête à offrir un bonus à l'agence afin que celle-ci lui garantisse une cote favorable ?

Enfin, un indice boursier socialement responsable est constitué de différents émetteurs de titres qui sont sélectionnés via les méthodes d'analyse des agences de notation. De ce fait, ils sont dépendants de leurs choix de critères d'analyse. Encore une fois, le manque de consensus impacte un élément du processus de décision d'investissement, alors que celui-ci devrait être des plus objectifs.

V. Les pratiques de l'ISR

5.1 Les différentes approches de l'ISR

Les stratégies d'application des critères extra-financiers ont évolué dans le temps comme ce fut expliqué dans le chapitre dédié à l'histoire de l'ISR. En effet, selon Renneboog et al. (2008), la première génération apparaît au 20^{ème} siècle et consistait à exclure les critères négatifs (énergie nucléaire, expérience sur animaux, etc.). Selon les auteurs, la seconde génération date des années 1960 et inclut des critères positifs (bonnes conditions de travail, diversité d'emploi, etc.). Renneboog et al. recensent une série de critères qui se trouve en annexe D. Pour Renneboog et al., la troisième génération est une approche de sélection basée sur des critères environnementaux, économiques et sociaux qui s'applique à l'inclusion et à l'exclusion ; cette stratégie s'appelle le « triple bottom line ». La quatrième et dernière génération inclut à la génération précédente l'engagement des actionnaires (Renneboog et al., 2008). De nos jours, ces différentes stratégies peuvent être utilisées de manière combinées ou non, en fonction des préférences et des intérêts personnels des investisseurs (Oehri et al., 2014).

Comme le montre l'image ci-dessous, il y a donc deux manières d'approcher l'ISR, soit de manière passive, soit de manière active.

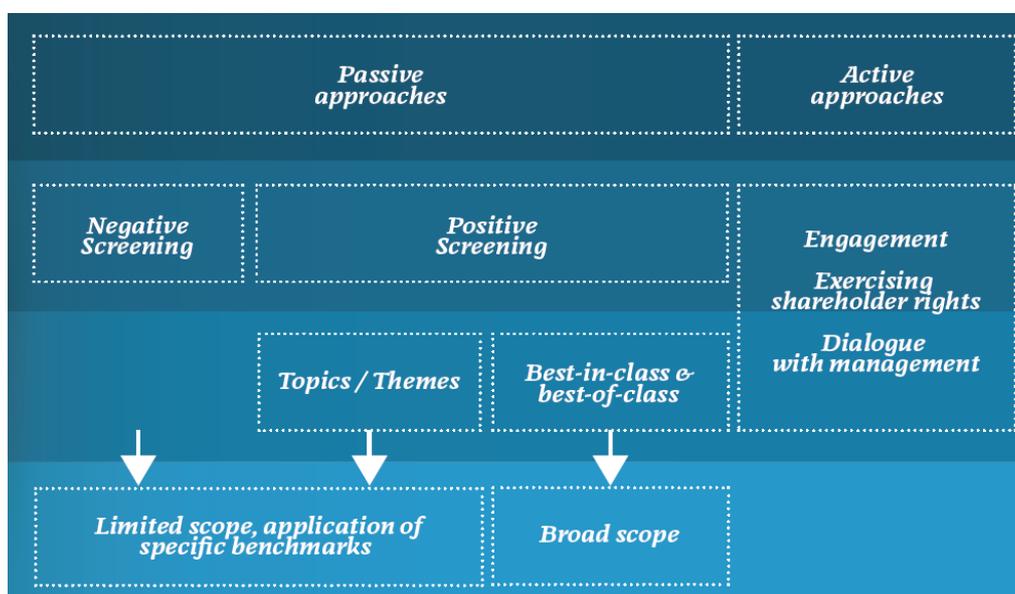


Figure 5 : Les différentes approches ISR (Oehri et al., 2014, p. 48).

Le *placement tamisé* est l'approche dite passive qui consiste à placer son argent dans des entreprises ou produits de placement qui ont fait l'objet d'un filtrage, de manière à ce que ce placement soit considéré comme socialement responsable (Loiselet, 2003). Comme le montre l'image, le placement tamisé regroupe différentes méthodes. Chacune d'entre elles sera expliquée dans la section suivante.

L'activisme actionnarial ou *l'engagement actionnarial* correspond à l'approche active de l'ISR. Les actionnaires exercent une pression sur les entreprises afin qu'elles modifient leur gouvernance de manière à ce que celle-ci soit en accord avec les valeurs des actionnaires (Campeau et al., 2011b). Pour cela ils émettent des améliorations sur le plan ESG et exigent plus d'informations sur les pratiques déjà en place (Campeau et al., 2011b; Loiselet, 2003; Silvent, 2013).

Il existe plusieurs manières de faire de l'activisme actionnarial. La première, qui est la manière plus modérée, est le dialogue entre actionnaires et dirigeants pour des modifications de pratiques inacceptables (Campeau et al., 2011b; Oehri et al., 2014; Silvent, 2013). Ces auteurs considèrent cette méthode comme non suffisante, lorsqu'elle est appliquée seule, pour obtenir les changements espérés. Ils évoquent ensuite l'utilisation du droit de vote aux assemblées générales (AG) annuelles. La troisième est la proposition de résolutions aux AG, résolutions en lien avec les préoccupations extra-financières (Campeau et al., 2011b; Silvent, 2013). Et la dernière pratique, considérée comme la plus radicale, est le désinvestissement dans le cas où le dialogue est un échec (Campeau et al., 2011b; Oehri et al., 2014; Silvent, 2013). Ces quatre stratégies peuvent être utilisées de manière combinées ou en parallèle, mais elles le sont très rarement de manière isolée (Eurosif, 2016).

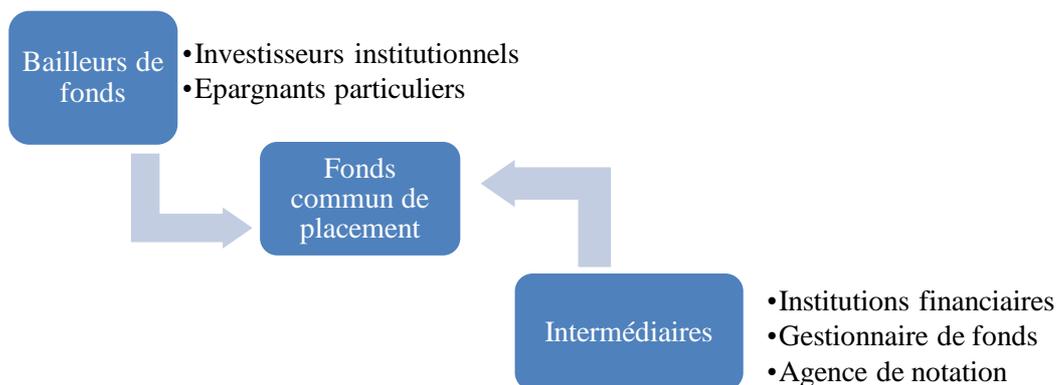
Si l'actionnaire est d'importance capitale pour l'entreprise, il peut agir seul. C'est souvent le cas lorsqu'il s'agit d'investisseurs institutionnels. Pour les plus petits actionnaires, c'est-à-dire des épargnants particuliers, c'est plus compliqué car ils n'ont pas un réel pouvoir. Dans ce cas, des groupements d'actionnaires se forment afin d'avoir plus d'influence (Campeau et al., 2011b; Oehri et al., 2014). Les motivations de ces actionnaires sont de maximiser les rendements ajustés au risque, d'améliorer les conduites professionnelles, de défendre les considérations éthiques et de contribuer au développement durable. (Eurosif, 2016).

Rappelons-le, sous le terme ISR utilisé, qui correspond à la traduction de l'anglais *socially responsible investment*, il n'y a pas de distinction entre investissement socialement responsable et placement socialement responsable. Or, ce sont deux pratiques bien différentes, comme expliqué dans le premier chapitre. Pour une grande majorité d'auteurs, l'ISR se limite aux stratégies de placements socialement responsables qui sont les placements tamisés et l'activisme actionnarial (Campeau et al., 2011b; Gendron & Bourque, 2003; Loiselet, 2003). C'est pourquoi, ce travail ne porte que sur ces deux approches. Néanmoins, il paraît intéressant d'évoquer les deux pratiques relevant du côté investissement pour que le lecteur sache tout de même de quoi il s'agit, afin d'éviter toute confusion possible avec le placement socialement responsable.

Campeau et al. (2011b) et Gendron et Bourque (2003) définissent la finance solidaire et le capital développement de la même manière. Pour eux, la finance solidaire a pour objectif de générer des rendements en créant des ressources pour les plus défavorisés et pour les marchés sous-financés. Il s'agit

d'une stratégie où l'épargnant connaît le projet qu'il finance et pour lequel il renonce à une partie de ses rendements (Campeau et al., 2011b). Cela permet d'apporter des capitaux aux personnes qui n'en obtiennent pas via les canaux traditionnels (ibid., p. 32). L'objectif est d'améliorer leur niveau de vie et de développer des nouveaux emplois (ibid., p. 32). Le capital développement est défini comme une sorte de capital-risque, c'est-à-dire un financement sans garantie sous forme d'équité, dont le rendement vise à maintenir l'activité économique locale ainsi que l'emploi (Campeau et al., 2011b; Gendron & Bourque, 2003).

5.2 Le placement socialement responsable



5.2.1 Les bailleurs de fonds

Les bailleurs de fonds regroupent les épargnants particuliers et les investisseurs institutionnels. Les préoccupations de ces acteurs sont la satisfaction de leur conscience en plaçant leur argent en cohérence avec leurs convictions, ainsi que leur envie de contribuer au bien commun en visant l'amélioration du niveau de vie, de la justice sociale et de la protection de l'environnement (Plant, 2002, cité par Campeau et al., 2012; Durif et al., 2013).

Encore trop de bailleurs de fonds sont préoccupés par le rendement financier de leur placement, ce qui les pousse à composer des portefeuilles mixtes avec des fonds socialement responsables et des fonds traditionnels (Dembinski et al., 2003, cité par Campeau et al., 2012). Concernant les épargnants particuliers, ils sont évidemment sensibles aux gains que peuvent leur apporter leur placement, mais ils sont nombreux à accepter une légère perte de performance afin d'être socialement responsable (Campeau et al., 2012; Durif et al., 2013). Les investisseurs institutionnels sont, quant à eux, dans l'obligation de rendre un financement adéquat à leurs signataires. Le rendement reste donc un objectif primordial dont ils doivent se soucier (Campeau et al., 2012).

5.2.2 Les fonds communs de placement

Un fonds commun de placement est une entité dans laquelle les bailleurs de fonds réunissent leurs capitaux dans un portefeuille, appelé fonds. Il est vendu par une institution financière, telle qu'une banque ou une compagnie d'assurance. Ce portefeuille est géré par des professionnels, les gestionnaires de fonds, qui peuvent appartenir à l'institution financière ou faire partie d'une société de gestion. Les gestionnaires vont effectuer des placements au nom des investisseurs sur le marché secondaire (Campeau et al., 2012).

Le fonctionnement de ces fonds est identique à celui des fonds conventionnels (Plant, 2002, cité par Campeau et al., 2012). Les objectifs des fonds ISR doivent rencontrer les attentes des investisseurs ISR. De Brito (2006) recense trois types d'attentes : militantes, financières et éthiques. Il classe le capital développement et la finance solidaire dans les attentes militantes et éthiques. Le placement tamisé et l'activisme actionnarial regroupent les attentes financières (de Brito, 2006). Comme il n'est question que du placement tamisé dans ce chapitre, seules les attentes financières seront expliquées.

De Brito définit les critères des investisseurs financiers, en opposition aux investisseurs éthiques, comme étant les enjeux sociaux et environnementaux pouvant affecter la valeur de l'entreprise. Il rajoute que pour ce type d'investisseurs, la performance est au centre de toutes les décisions. Ainsi, la prise en compte de critères extra-financiers apporte une information supplémentaire qui est utilisée au service du contrôle du risque et à l'identification d'opportunités, pour en dégager à terme de meilleures performances (de Brito, 2006). Le rendement financier et le respect des valeurs des clients forment les objectifs premiers.

Les placements réalisés par les gestionnaires sont fondés sur une analyse quantitative des perspectives de rentabilité, et une analyse qualitative des politiques, pratiques et impacts des entreprises émettrices de titres (Campeau et al., 2012). Pour l'analyse qualitative, le processus le plus courant est le placement tamisé. Cela dit, il n'est pas rare que les sociétés de gestion relaient cette tâche d'évaluation aux agences de notation spécialisées (Revelli, 2013). Il est alors de leur devoir de s'assurer que ces agences respectent les préoccupations socialement responsables des bailleurs de fonds (Campeau et al., 2012).

5.2.3 L'analyse qualitative : le placement tamisé

Le placement tamisé correspond à plusieurs techniques, qui sont apparues petit à petit et qui maintenant sont appliquées de manière combinées ou non. Il y a deux grandes tendances, le filtrage négatif (l'exclusion) et le filtrage positif (l'inclusion) (Revelli, 2013). Chacune se distingue par différentes techniques. La différence entre ces deux stratégies est que la première évalue le produit de l'entreprise et la seconde évalue la production de l'entreprise (Campeau et al., 2012). Chaque technique sera passée en revue afin d'en comprendre les tenants et aboutissants.

Tableau 1: Les stratégies d'exclusion.

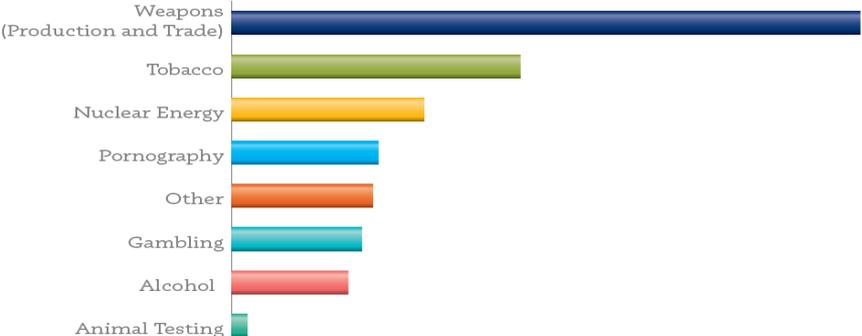
Approches négatives	Filtrage Sectoriel	<p>Elimination des entreprises qui produisent des biens controversés ou qui adoptent des activités qui sont socialement non souhaitables (Oehri et al., 2014; Silvent, 2013). Voici le graphe avec les secteurs les plus populaires :</p>  <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <caption>Figure 6 : Classement par popularité des secteurs exclus (Eurosif, 2016, p. 26)</caption> <thead> <tr> <th>Secteur</th> <th>Popularité (relative)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Weapons (Production and Trade)</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>Tobacco</td> <td>~75%</td> </tr> <tr> <td>Nuclear Energy</td> <td>~60%</td> </tr> <tr> <td>Pornography</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>Other</td> <td>~40%</td> </tr> <tr> <td>Gambling</td> <td>~35%</td> </tr> <tr> <td>Alcohol</td> <td>~30%</td> </tr> <tr> <td>Animal Testing</td> <td>~5%</td> </tr> </tbody> </table> <p>Figure 6 : Classement par popularité des secteurs exclus (Eurosif, 2016, p. 26)</p> <p>Dans les faits, les fonds socialement responsables fixent un seuil de pourcentage de revenu à ne pas franchir. L'évaluation se fait en réalité sur les revenus générés des domaines interdits et non sur les pratiques de l'entreprise (Campeau et al., 2011b). Par exemple, si l'armement génère 1,5% des revenus de l'entreprise Y, et que le fonds a établi le seuil à 2%, cette entreprise sera incluse dans le portefeuille.</p>	Secteur	Popularité (relative)	Weapons (Production and Trade)	100%	Tobacco	~75%	Nuclear Energy	~60%	Pornography	~45%	Other	~40%	Gambling	~35%	Alcohol	~30%	Animal Testing	~5%
	Secteur	Popularité (relative)																		
Weapons (Production and Trade)	100%																			
Tobacco	~75%																			
Nuclear Energy	~60%																			
Pornography	~45%																			
Other	~40%																			
Gambling	~35%																			
Alcohol	~30%																			
Animal Testing	~5%																			
Filtrage Normatif	<p>Elimination basée sur des normes internationales portant sur la protection de l'environnement, les normes du travail, les droits de l'homme, l'anti-corruption (Eurosif, 2016). L'entreprise sera exclue de l'univers d'investissement si elle viole les normes choisies (ex : UN global compact) (Silvent, 2013).</p>																			

Tableau 2: Les stratégies d'inclusion

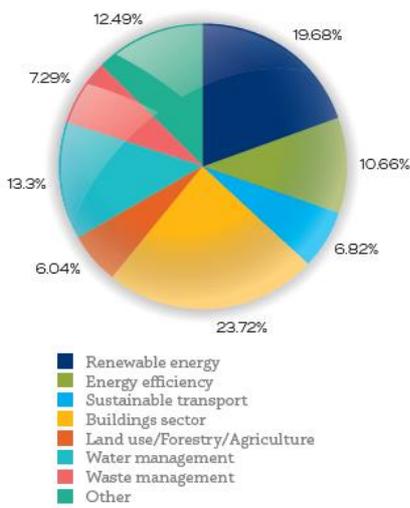
Approches positives	<i>Intégration ESG</i>	Sélection des entreprises appliquant au mieux les facteurs ESG dans leur management, c'est-à-dire ayant les meilleures performances au niveau environnemental, social et de gouvernance, sans tenir compte de leur secteur d'activité (Oehri et al., 2014; Silvent, 2013). L'intégration de ces critères montre un effort pour maîtriser les risques de marché comme l'indique les PRI (Campeau et al., 2011b).																	
	<i>Best-in-class</i>	Identification des entreprises réalisant les meilleures pratiques ESG de leur secteur (Eurosif, 2016; Silvent, 2013). La sélection se fait via une comparaison des entreprises au sein d'un même secteur à partir de critères qualitatifs (ex : l'équité en matière d'emploi) et quantitatifs (ex : l'attribution de ressources suffisantes), dans le but de cibler l'exemplarité (Campeau et al., 2011b; Oehri et al., 2014). Cette approche offre une grande flexibilité car aucun secteur n'est exclu (Campeau et al., 2011b).																	
	<i>Best effort</i>	Sélection des entreprises montrant les plus fortes volontés pour améliorer leur situation et image ESG (Campeau et al., 2011b; Dehevels, 2006; Silvent, 2013). Dehevels (2006) mentionne que la sélection se fait à partir d'une analyse dynamique des entreprises grâce aux historiques des pratiques qu'elles divulguent. Cette approche offre un univers d'investissement plus large, comparé au best-in-class qui est basé sur une analyse statique du marché (Dehevels, 2006).																	
	<i>Filtrage par thématique</i>	<p>Sélection des entreprises actives sur une des thématiques du développement durable (ex : les énergies renouvelables) (Oehri et al., 2014; Silvent, 2013). Cette stratégie offre la possibilité de choisir un domaine spécifique d'investissement (Eurosif, 2016). Le graphe ci-dessous montre les thématiques du développement durable les plus populaires :</p>  <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th>Thématique</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Énergie renouvelable</td> <td>19,68%</td> </tr> <tr> <td>Efficacité énergétique</td> <td>10,66%</td> </tr> <tr> <td>Transport durable</td> <td>6,82%</td> </tr> <tr> <td>Secteur des bâtiments</td> <td>23,72%</td> </tr> <tr> <td>Utilisation des terres/Forêt/Agriculture</td> <td>6,04%</td> </tr> <tr> <td>Gestion de l'eau</td> <td>13,3%</td> </tr> <tr> <td>Gestion des déchets</td> <td>7,29%</td> </tr> <tr> <td>Autres</td> <td>12,49%</td> </tr> </tbody> </table>	Thématique	Pourcentage	Énergie renouvelable	19,68%	Efficacité énergétique	10,66%	Transport durable	6,82%	Secteur des bâtiments	23,72%	Utilisation des terres/Forêt/Agriculture	6,04%	Gestion de l'eau	13,3%	Gestion des déchets	7,29%	Autres
Thématique	Pourcentage																		
Énergie renouvelable	19,68%																		
Efficacité énergétique	10,66%																		
Transport durable	6,82%																		
Secteur des bâtiments	23,72%																		
Utilisation des terres/Forêt/Agriculture	6,04%																		
Gestion de l'eau	13,3%																		
Gestion des déchets	7,29%																		
Autres	12,49%																		

Figure 7 : Thématique du développement durable (Eurosif, 2016, p. 18)

VI. Evaluation des performances financières et extra-financières

La question à laquelle ce travail va tenter de répondre est la suivante : la performance d'un fonds ISR est-elle différente d'un fonds traditionnel. Certains spécialistes pensent que ce type de fonds est moins diversifié et par conséquent, moins performant ; d'autres pensent qu'il offre une meilleure gestion du risque, donc des rendements supérieurs.

Ce chapitre traitera des différents outils et techniques pour mesurer cette performance. Il se divise en trois parties : les théories sur la gestion de portefeuilles, les outils d'évaluation financière et l'évaluation extra-financière des fonds ISR.

6.1 Les modèles financiers

Un gestionnaire de portefeuille évalue un actif financier et le couple rendement/risque, sur base de modèles financiers qui sont à l'origine de la finance moderne. Les trois modèles les plus importants sont abordés ci-après.

Le premier modèle, sur lequel les suivants sont basés, est *la théorie moderne du portefeuille* d'Harry Markowitz de 1950 (Poncet & Portrait, 2010). Cette théorie définit le processus de sélection de titres afin d'obtenir un portefeuille le plus efficace possible (ABC Bourse, s. d.). La théorie repose sur l'effet de diversification, comme le dit l'adage « il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier ». Une bonne combinaison de plusieurs titres réduit le risque total subi pour un niveau de rentabilité espéré (Poncet & Portrait, 2010). Cela implique que les titres doivent être choisis en tenant compte de la corrélation de leur variation sur les autres actifs du portefeuille (ABC Bourse, s. d.). Dans le chapitre de Poncet et Portrait, l'investisseur rationnel et averse de risque vise un niveau de rendement qu'il espère le plus haut possible, tout en minimisant les risques. Poncet et Portrait (2010) définissent l'espérance de rentabilité d'un portefeuille comme étant la moyenne pondérée des espérances de rentabilité des titres le composant. Le risque quant à lui est défini comme la variance du rendement (Poncet & Portrait, 2010). Et comme « qui ne risque rien n'a rien », il faut oser prendre un peu de risque pour espérer une rentabilité supérieure. Le développement mathématique de cette théorie se trouve en annexe E.

Le second modèle est *le Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Il décrit la relation entre le risque d'un actif et la rentabilité espérée de cet actif comme étant croissante et linéaire (Poncet & Portrait, 2010). Le concept est le suivant : un investisseur est rémunéré par le risque et le taux sans risque qui représente la valeur temps de l'argent (ABC Bourse, s. d.). Le modèle décrit la rentabilité de l'actif comme la rentabilité de l'actif sans risque additionné à une prime de risque du marché pondéré par le

risque de l'actif (Poncet & Portrait, 2010). Le modèle est un des plus utilisés, mais également très controversé car son univers doit être parfait¹⁴ pour que la formule fonctionne (ABC Bourse, s. d.). Des explications mathématiques se trouvent en annexe F.

Le dernier modèle est l'*Arbitrage Pricing Theory (ATP)*. Il est considéré comme le concurrent direct du CAPM. L'APT repose sur le fait qu'il n'existe pas d'opportunité d'arbitrage qui dure dans le temps (Poncet & Portrait, 2010). La seconde hypothèse est que la rentabilité espérée d'un actif peut être modélisée par une fonction linéaire de différents facteurs économiques susceptibles d'influencer le cours de l'action, pondéré selon leur impact sur le titre par un coefficient spécifique (ABC Bourse, s. d.). De plus amples explications se trouvent dans l'annexe G.

6.2 L'évaluation de la performance financière

Afin d'évaluer la performance financière du portefeuille et d'en gérer les risques, différents calculs sont effectués pour obtenir des indicateurs de performance et des indicateurs de mesure du risque. Il y a les indicateurs absolus qui sont issus de l'historique du fonds et les indicateurs relatifs qui sont calculés en comparant la série historique du fonds à la série historique de l'indice boursier qui représente le marché (Raymond, 2015). Raymond explique que ces indicateurs sont calculés en général sur une période de trois ans. Cependant, d'autres périodes sont intéressantes pour connaître les produits récents par exemple (1 an), ou pour estomper les erreurs de parcours des gestionnaires (5 ans).

Avant de présenter les indicateurs de gestion de risque, il est intéressant de s'arrêter sur les deux mesures de statistique que sont la variance et la covariance. La variance caractérise la dispersion d'un échantillon et traduit l'incertitude ($\sigma_p^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}$), si la variance est proche (éloigné) de zéro, la variable est proche (éloignée) de sa moyenne (ABC Bourse, s. d.). La covariance mesure le degré des variations de deux variables par rapport à leur moyenne respective ($cov(x, y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})$), plus la covariance est faible (élevée) et plus les variables sont indépendantes (liées) (ABC Bourse, s. d.)¹⁵.

¹⁴ Parfait sous-entend qu'il doit obéir à des règles bien strictes comme l'absence de coûts de transaction et de taxe, les investisseurs ont un même horizon de placement, le marché est en concurrence parfaite, etc. Ce qui n'est pas du tout représentatif du monde réel.

¹⁵ x_i : cours de l'actif x à l'instant i. y_i : cours de l'actif y à l'instant i.
 \bar{x} : moyenne du cours de l'actif x. \bar{y} : moyenne du cours de l'actif y.

Le premier indicateur de gestion du risque à être présenté est la volatilité, autrement dit l'écart-type, qui n'est autre que la racine carrée de la variance : $\sigma_x = \sqrt{\sigma_p^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$. La volatilité d'une action est la fluctuation du cours suite à un changement du taux d'intérêt de 1% (ABC Bourse, s. d.). Plus la volatilité est élevée (faible), plus (moins) l'actif fluctue et plus (moins) il est risqué, signifiant une espérance de rendement importante (légère) (Raymond, 2015).

Le second et dernier indicateur de gestion de risque présenté est le Beta. Il mesure la sensibilité de la performance du fonds par rapport à des changements de performance de l'indice de référence : $\beta = \frac{cov(r_p, r_m)}{var(r_m)}$ (Lipper Methodology Research Team, 2013). Le risque de l'actif par rapport au marché est déterminé (ABC Bourse, s. d.).

Outre le simple calcul du rendement d'un fonds, il existe des méthodes d'analyse de performance. Parmi les connues, il y a le ratio de Sharpe qui mesure la rentabilité d'un portefeuille par rapport à sa volatilité (ABC Bourse, s. d.). C'est en quelque sorte la rémunération pour le risque encouru. Plus il est élevé, meilleure est la performance du fonds par rapport au taux sans risque (Lipper Methodology Research Team, 2013). Le ratio est égal au quotient de l'excès de rentabilité par rapport au taux sans risque sur le risque total du portefeuille: $S_p = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$.

Le second indicateur de performance est l'Alpha de Jensen qui compare le portefeuille à l'indice de référence : $\alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$ (ABC Bourse, s. d.). L'objectif étant de savoir si le fonds a sur- (>0) ou sous-performé (<0) par rapport au marché (Lipper Methodology Research Team, 2013). Il est donc possible que le fonds ait une performance négative mais une surperformance, ce qui signifie que le fonds a moins baissé que le marché.

Revelli (2013) sépare en trois points les facteurs de performance financière de l'ISR : la performance des titres composant le portefeuille, la gestion du portefeuille et le rôle des investisseurs. Comme le dit Revelli, une bonne performance ISR va de pair avec une bonne performance de l'entreprise en soi. Deux théories expliquent comment obtenir cette performance d'entreprise. Tout d'abord, la théorie des parties prenantes explique que le rapport direct des parties prenantes avec la gouvernance d'entreprise permet une prise en compte direct de leurs exigences, résultant dans de la création de valeur (Revelli, 2013).

La seconde théorie est celle de l'effet d'information qui déclare qu'une bonne gestion des risques socio-environnementaux donne un avantage à l'entreprise par rapport à ses concurrents et engendre une meilleure attractivité, d'où une meilleure performance (Revelli, 2013). L'entreprise qui modifie sa production en consommant moins d'énergie ou de matières premières, ou qui investit dans son capital

humain en offrant des formations, contribue positivement à son image, améliore sa productivité et réalise de meilleures performances financières (Vermeir & Friedrich, 2006).

Selon la théorie du portefeuille, l'ISR devrait être moins performant que les fonds traditionnels. Mais Revelli explique que dans le cas de l'ISR cette théorie pourrait être remise en question. Effectivement, si le gestionnaire de portefeuille opte pour une gestion active en surpondérant ses actifs car il les juge performants, il est possible que la rentabilité soit supérieure à celle donnée par la frontière d'efficience lors d'une gestion passive¹⁶ (Revelli & Viviani, 2011).

Le dernier facteur de performance de l'ISR que Revelli (2013) expose est l'impacte que les investisseurs socialement responsables ont sur le prix des titres ISR et par conséquent sur leur performance. Il décompose cet impact en plusieurs étapes : d'abord les investisseurs ISR entrent sur le marché (augmentation de la demande de titres ISR et baisse du coût du capital des titres), ensuite les entreprises non ISR entreprennent une mise en conformité sociale (cela engendre des coûts), et finalement, la baisse du coût du capital est compensée par les coûts de mise en conformité. Il y a un équilibre entre les prix des titres ISR et non ISR, et des performances similaires sur le long terme entre les deux types d'investissement (Revelli, 2013).

6.3 L'évaluation de la performance extra-financière

Ce travail n'effectuera pas d'évaluation sur la performance extra-financière de l'ISR, néanmoins le sujet sera abordé car il s'agit aujourd'hui d'un des objectifs de la part des chercheurs. Il paraît donc intéressant d'offrir aux lecteurs les informations existantes à son propos.

Dans les différents écrits, il est question de performance extra-financière, d'utilité sociale, de valeur sociétale ou d'impact social. Il est également question d'évaluation, de mesure ou de valorisation. Tous ces termes peuvent être utilisés pour parler de l'évaluation de l'impact social. Mais la plus grande confusion se porte sur la différenciation entre performance, résultat et impact social. Avant toute chose, il est nécessaire de définir ces termes. La performance sociale est caractérisée par des indicateurs quantitatifs de performance (la satisfaction, le nombre de personnes concernées, etc.), le résultat social n'est autre que l'évolution de la situation sur laquelle l'activité a eu une influence, et finalement l'impact social est le changement attribuable à l'activité de l'entreprise sociale (le résultat moins ce qui se passe quoi qu'il arrive) (Rexel Foundation, 2015).

¹⁶ Gestion active = surperformer le marché de référence du portefeuille ; gestion passive = répliquer les performances du marché de référence. (ABC Bourse, s. d.)

Emilie Stievenart et Anne-Claire Pache (cité par SAW-B, 2014) ont identifié quatre enjeux à l'évaluation de l'impact social : l'évaluation de la pertinence, l'évaluation de l'efficacité, l'évaluation de l'efficience et l'évaluation de l'impact. Selon Stievenart et Pache (2014), l'évaluation de la pertinence a pour objectif de décerner les besoins sociaux des bénéficiaires et de vérifier si les objectifs de l'entreprise y sont toujours bien adaptés, ce mode d'évaluation a recours à des méthodes d'explication du changement. L'évaluation de l'efficacité consiste à mesurer le niveau de réalisation des objectifs et de savoir s'il y a une progression ou non par rapport aux années précédentes, cette méthode d'évaluation a recours à des indicateurs de performance (Stievenart & Pache, 2014). Les auteures décrivent l'évaluation de l'efficience comme un processus qui compare les ressources utilisées par rapport au résultat qui en découle afin de s'assurer de la rentabilité du projet, il sera donc question de méthode de monétarisation. Et finalement, l'évaluation de l'impact consiste à démontrer les changements sociaux rendus possibles grâce au projet en utilisant des groupes de comparaison (ibid., p. 85). Dans ce chapitre, il sera uniquement question de l'évaluation de l'efficacité, pour rester en cohérence avec l'analyse financière réalisée dans ce travail.

6.3.1 La méthode par indicateur

Stievenart et Pache (2014) définissent les indicateurs comme des outils permettant de comparer les objectifs fixés aux résultats atteints sur plusieurs années ou entre différents projets. Elles ajoutent qu'ils peuvent être de nature agrégée ou non et doivent être associés à un processus de collecte d'informations pour les mesurer. Afin de connaître l'efficacité d'une action, il est utile d'avoir recours à des indicateurs de performance, cela permet de porter un jugement sur le résultat du projet (Stievenart & Pache, 2014). En revanche, la mesure porte principalement sur des données quantifiables étant donné qu'il est plus compliqué de mesurer les impacts qualitatifs d'un projet (ibid., p. 88). Les prochaines sections tenteront d'expliquer et d'apporter une solution à la problématique de l'évaluation extra-financière.

6.3.2 La problématique

La mesure de la performance extra-financière est au cœur des questions récentes de l'ISR. Les investisseurs, face à la multiplicité des critères, sont dans le besoin d'obtenir une note globale de la performance extra-financière des titres des entreprises dans lesquelles ils ont investi (Capelle-Blancard & Petit, 2013). En effet, il leur est possible de comparer les entreprises sur chaque critère séparément, mais celles-ci en appliquent plusieurs à la fois et c'est là que la difficulté apparaît. Voici un schéma résumant les raisons de la difficulté pour mesurer globalement cette performance extra-financière :

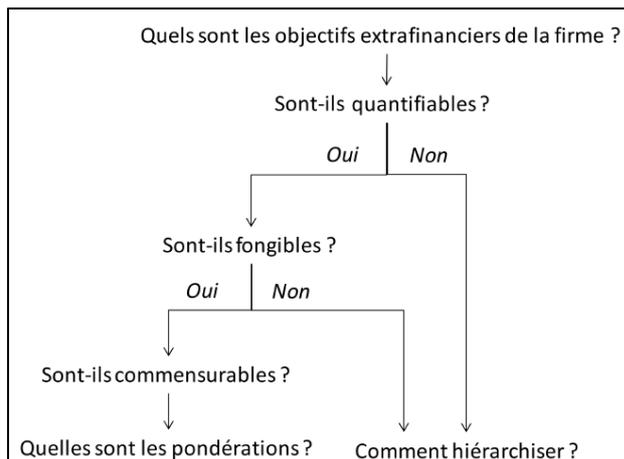


Figure 8 : Mesurer les performances extra-financières : les questions préalables (Capelle-Blancard & Petit, 2013, p. 114).

Les agences de notation tentent de donner une mesure quantitative des performances sociales et environnementales des fonds ISR. Comme le soulignent Capelle-Blancard et Petit (2013), il n'est pas évident de donner une mesure sur une information dite molle (c'est-à-dire non quantifiable), comme le respect ou non d'une norme. Ils font également remarquer qu'une performance environnementale ne peut être comparée ni combinée à une performance sociale ou de gouvernance. Cependant, cette méthode est répandue. Les auteurs insistent sur le fait qu'aucun taux de change ou pondération n'est élaboré afin de rendre commensurable les quantités de chaque critère et de les combiner pour calculer un score composite. Les agences de notations réalisent des cotations qui ne tiennent pas en compte de l'importance plus ou moins élevée des différents critères (Capelle-Blancard & Petit, 2013).

6.3.3 Les méthodes existantes d'évaluation

Une littérature connue sous le nom de *Multi-Criteria Decision Management* (MCDM) existe. D'après Ballestero et al. (2015), le MCDM propose plusieurs méthodes de prise de décisions lorsque l'individu est face à des objectifs, des critères multiples. Dans le cas du problème d'indicateurs composites, il y a quatre approches :

1. Imposer une hiérarchisation des critères (solution exclue car subjective).
2. Utiliser une pondération spécifique à chaque critère pour calculer la note globale.
3. Utiliser des méthodes d'optimisation non paramétriques multicritères comme le *Data Envelopment Analysis*.
4. Utiliser des indicateurs qui retiennent pour la note globale la pire des notes de chaque critère (Capelle-Blancard & Petit, 2013).

Les auteurs affirment que les chercheurs utilisent principalement la seconde et troisième approche. Les moyennes pondérées se basent sur des enquêtes d'opinions et des avis d'experts, mais

elles restent subjectives (Capelle-Blancard & Petit, 2013). Une solution est donc l'optimisation non paramétrique qui ne nécessite pas de pondération explicite, mais c'est une opération lourde à mettre en œuvre (ibid., p. 116).

Plusieurs propositions de méthodes pour mesurer la performance extra-financière vont être présentées dans la suite de ce chapitre. Il sera d'abord question des auteurs Bravo, Ruiz, Garcia-Bernabeu, et Méndez-Rodríguez qui ont créé un indicateur de responsabilité sociale agrégée. Ensuite, la méthodologie de Financité pour mesurer la qualité extra-financière d'un fonds sera expliquée. Et enfin, la proposition d'indicateurs de mesure de performance ESG de Novethic sera exposée.

a. L'indicateur de responsabilité sociale agrégée de Bravo, Ruiz, Garcia-Bernabeu, et Méndez-Rodríguez

Dans le chapitre quatre du livre *Socially Responsible Investments*, une mesure du degré de responsabilité sociale (DRS) des actifs est proposée. Bravo, Ruiz, Garcia-Bernabeu, & Méndez-Rodríguez (2015) identifient deux dimensions pour cette mesure du DRS. Ils évoquent la stratégie utilisée par le gestionnaire de fonds et la qualité d'information fournie par ces mêmes gestionnaires (transparence et crédibilité). Seule la stratégie de filtrage positif ou négatif sera prise en compte dans leur étude. Trois étapes ont été nécessaires pour réaliser leur indicateur de responsabilité.

La première consiste à identifier les principaux critères impactant les décisions ISR. Bravo et al. proposent un indicateur de performance pour chacun d'entre eux, qui prend en compte les différentes stratégies de filtrage et les dimensions ESG. La seconde étape consiste à agréger les indicateurs individuels de manière à pouvoir mesurer la performance socialement responsable d'un fonds. Ils obtiennent donc des pondérations préférentielles subjectives d'investisseurs fictifs avec pour objectif de pouvoir représenter l'importance qu'un investisseur est prêt à donner à chaque critère. Pour la troisième étape, Bravo et al. font appel à un expert ISR en charge du procédé d'évaluation du fonds, afin qu'il pondère les indicateurs de qualité d'information non-financière. Ces indicateurs seront utilisés comme indicateurs indirects pour évaluer tant la transparence et la crédibilité d'information, que le degré de compétence ISR du gestionnaire de fonds.

Mathématiquement comment cela se présente-t-il ? Ils identifient "n" fonds, "m" critères de filtrage et "l" indicateurs de qualité d'information non-financière: $\{F_i\}_{i=1}^n$; $\{C_j\}_{j=1}^m$; $\{Q_k\}_{k=1}^l$. Chaque fonds est évalué en fonction de chaque critère de filtrage et de chaque indicateur de qualité d'information

$$\text{non-financière : } s_{ij} = \begin{cases} 1 & \text{si le fonds } i \text{ n'applique pas le critère } j \\ 0 & \text{autrement} \end{cases}$$

$$q_{ik} = \begin{cases} 1 & \text{si le fonds } i \text{ n'applique pas l'indicateur } k \\ 0 & \text{autrement} \end{cases}$$

Il est possible maintenant de mesurer l'intensité de filtrage (IF), c'est-à-dire le nombre de critères ESG appliqués, et la qualité de l'information non-financière (QI) d'un fonds: $IF_i = \sum_{j=1}^m \frac{w_j s_{ij}}{m}$; $QI_i = \sum_{k=1}^l \frac{\lambda_k q_{ik}}{k}$, avec w_j l'importance donnée par les investisseurs à chaque critère et λ_k l'importance donnée par l'expert à chaque indicateur de qualité d'information non-financière (w_j, λ_k, IF_i et $QI_i \in [0,1]$).

Finalement, Bravo et al. obtiennent le degré de responsabilité sociale d'un fonds. Le DRS ne pouvant être uniquement mesuré par l'intensité de filtrage pour cause d'un manque d'information sur les procédés de filtrage, il sera multiplié par l'indicateur de qualité d'information: $DRS_i = IF_i \cdot QI_i$, $DRS_i \in [0,1]$.

b. La mesure de la qualité extra-financière d'un fonds de Financité

Le Réseau Financité explique dans son rapport de 2016 sa méthode pour évaluer la qualité éthique d'un fonds ISR. Cette qualité éthique renseigne l'exigence avec laquelle le gestionnaire fabrique son fonds (Bayot et al., 2016). D'abord le Réseau Financité élabore une liste noire où figurent des émetteurs de titres dans lesquels les fonds ne peuvent investir (ibid., p. 68). La liste noire Financité a été conçue en compilant des listes noires publiques et publiées par des organismes fiables (ibid., p. 69). Elle recense des entreprises belges et étrangères ainsi que des Etats et organismes internationaux qui sont coupables d'actes « prohibés par les conventions internationales ratifiées par la Belgique » (Bayot et al., 2016, p. 69). Après analyse du portefeuille, si des fonds comportent des émetteurs se trouvant sur la liste noire, il obtient alors la note de zéro ; dans le cas contraire le Réseau Financité applique sa méthodologie de cotation.

La cotation, qui est une cotation sur cent, repose sur deux éléments : le périmètre (les techniques du placement tamisé appliquées de manière combinée ou non au fonds) et la profondeur. Bayot et al. précisent que l'élément profondeur consiste à vérifier la méthodologie de collecte et d'analyse de données extra-financières, à vérifier si la qualité de la méthodologie est assurée par un expert ou non et à vérifier la transparence d'information sur la méthodologie et les résultats en découlant (2016, p. 68, 69). Le rapport de Financité de 2016 montre des résultats médiocres. Il concerne 313 fonds belges se disant ISR. Evidemment, il est important de prendre en considération la répartition des fonds en termes de nombres et en termes de valeur d'encours. Le tableau ci-dessous montre les résultats obtenus:

Type de produit structuré	Nombre	Pourcentage en nombre	Valeur	Pourcentage en valeur
Produit structuré : 0 étoile - pas de périmètre (approches socialement responsables) pour la composante stable	53	17%	232.487.951	3%
Produit structuré : 0 étoile - informations insuffisantes sur la composante stable	13	4%	129.867.337	2%
Produit structuré : 0 étoile, actifs sur liste noire	97	31%	280.867.163	4%
0 étoile - informations insuffisantes	9	3%	1.487.801.813	19%
0 étoile, actifs sur liste noire	94	30%	4.120.959.749	52%
1 étoile (0-19)	17	5%	520.763.752	7%
2 étoiles (20-39)	15	5%	450.220.903	6%
3 étoiles (40-59)	14	4%	681.843.253	9%
4 étoiles (60-79)	1	0%	37.430.471	0%
Total général	313	100%	7.942.242.391	100%

Figure 9 : Résultat de la cotation au 31/2/2016 (Bayot et al., 2016, p. 70).

85% des fonds (soit 79% du marché) ont obtenu la note de zéro pour leur qualité extra-financière pour différentes raisons : manque d'information, pas de périmètre socialement responsable dans la composante et surtout composés d'actifs de la liste noire Financité. Pour les 47 fonds restants, seul un fonds obtient les quatre étoiles (0,5% du marché), la majorité ayant reçu une seule étoile (7% du marché). La qualité moyenne des fonds ISR est de 4,1/100, la moyenne pondérée par les encours est de 6/100 ($= \frac{\text{somme des cotation} \cdot \text{encours}}{\text{somme des encours}}$).

c. Les indicateurs de mesure de performance ESG par Novethic

Pour Novethic, un indicateur ESG est « une mesure des impacts réels des entreprises détenues en portefeuille sur leur environnement et leurs parties prenantes, à hauteur de l'investissement. Il s'agit d'une mesure quantitative, dans une unité concrète (...), réalisée ex-post à partir de données publiées par les entreprises ou estimées lorsqu'elles sont indisponibles » ou encore via un système de modélisation pour les données manquantes (Blanc, Cozic, de Barochez, & Centre de recherche ISR de Novethic, 2013, p. 24).

Les auteurs insistent sur la distinction entre critère ESG, notation ESG et indicateur ESG. Ils définissent le premier comme permettant d'évaluer la performance extra-financière d'une entreprise. Un indicateur ESG représente la performance d'un fonds calculée par « l'agrégation de données obtenues sur un critère ESG particulier » (ibid., p. 23). Il s'agit d'une donnée brute alors que la notation ESG résulte d'une appréciation et d'une analyse (ibid., p. 24). L'étude montre que l'indicateur ESG se focalise sur les résultats et non sur les politiques mises en place, et fait l'objet d'une mesure partagée et comparable d'une entreprise à l'autre. Tout comme dans le rapport du Réseau Financité, Blanc et al. (2013) rappellent qu'un indicateur ESG montre les engagements des entreprises et l'impact de l'activité de celles-ci.

L'étude Novethic explique que les sociétés de gestion (particulièrement en France) mettent en place des indicateurs de performance ESG concrets et parlants pour l'ensemble de leurs clients. De manière générale, elle recense des indicateurs environnementaux tels que le volume d'émission de gaz à effet de serre, des indicateurs sociaux comme le volume de l'effectif ou la création d'emploi. En ce qui concerne les indicateurs de gouvernance, l'étude indique qu'ils sont différents d'une entreprise à l'autre et qu'ils varient autour de sujets comme la place des femmes dans le conseil d'administration, les rémunérations des dirigeants ou l'indépendance des administrateurs.

Cependant, afin de pouvoir comparer des fonds ISR entre eux et donner un avis sur la qualité de leur gestion, il est nécessaire d'utiliser des données ESG fiables et homogènes sur les entreprises pour la création de ces indicateurs (Blanc et al., 2013). Les auteurs nous démontrent que cette condition n'est pas respectée pour trois raisons. La première est que les fournisseurs de données brutes, tel que Bloomberg, n'ont pas toujours une base de données suffisante où certaines données ESG sont alors manquantes. La seconde raison est en rapport avec l'hétérogénéité des données considérées d'une société de gestion à l'autre (périmètre, source, etc.) et des méthodologies utilisées pour agréger les données d'un fonds. La dernière raison concerne le décalage temporel (jusqu'à deux ans) entre la mesure des données par les entreprises, leur publication et leur utilisation par les gérants.

Ce n'est pas la seule lacune que l'étude nous révèle. Malgré l'impossibilité de comparer les fonds ISR entre eux, il est possible de comparer un fonds ISR à un fonds non ISR ou à un indice de référence non ISR (Blanc et al., 2013). Un indicateur est calculé relativement par rapport au poids de l'entreprise dans le fonds, pour l'indicateur de l'intensité carbone : l'émission de CO₂ de l'entreprise fois le pourcentage de l'entreprise dans le fonds (ibid., p. 34). Blanc et al. montrent que cela permet de voir un différentiel entre les deux fonds et donc de mettre en avant la légitimité de la démarche, mais aucunement d'évaluer l'impact ESG ou autrement dit, la valeur ajoutée générée par euro investi.

L'étude Novethic conclut que sans données robustes et sans consensus méthodologique pour la construction des indicateurs, il ne sera pas possible d'évaluer l'apport de l'analyse extra-financière et par conséquent de légitimer l'investissement socialement responsable.

VII. Le socialement responsable pénalise-t-il la performance ?

Il n'existe pas de consensus sur le lien entre l'investissement socialement responsable et la rentabilité financière qu'il procure, comme nous le rappelle Revelli et Viviani (2011). Plusieurs recherches ont été réalisées au cours des 15 dernières années dans le but de comparer la performance de fonds ISR et de fonds conventionnels. Reste à savoir si toutes ces études arrivent à la même conclusion ?

7.1 Partisans versus opposants

Voici une brève synthèse des théories en faveur et en défaveur de la performance financière de l'ISR. Les opposants à l'ISR puisent leurs arguments dans quatre théories :

La théorie moderne du portefeuille affirme qu'un portefeuille efficient est un portefeuille diversifié (Poncet & Portrait, 2010). L'ISR de par ses contraintes de sélection offre moins d'opportunités d'investissement (Revelli & Viviani, 2011). Par conséquent, un fonds ISR devrait être moins performant qu'un fonds traditionnel. La théorie de Clow, définie par Revelli et Viviani (2011, 2012), affirme que l'ISR provoquerait un biais sectoriel dû à son approche sélective ce qui engendrerait une rentabilité plus faible pour un risque supérieur. Les auteurs citent ensuite l'argument de Milton Friedman, pour qui la seule responsabilité sociale de l'entreprise est d'augmenter le profit, selon lequel il y a incompatibilité entre rentabilité et ISR. Ils en déduisent que la prise en compte de critères ESG génère des coûts supplémentaires qui feraient perdre de la valeur à l'entreprise. Et finalement, la dernière théorie en défaveur de l'ISR présentée est la théorie des coûts. La gestion d'un portefeuille ISR générerait des coûts de gestion, transactions, recherches de données supérieures aux coûts de gestion d'un portefeuille conventionnel, ce qui diminuerait sa performance.

Selon Barnett & Salomon(2006), lorsqu'il y a une perte financière due au manque de diversification, elle est compensée par une sélection d'entreprises plus stables avec une meilleure gestion. L'équivalence de performance entre fonds ISR et fonds conventionnel pourrait être la conséquence d'une plus grande expérience de la part des gestionnaires, qui bonifient leur sélection d'émetteurs (Barnett & Salomon, 2006; Climent & Soriano, 2011). Comme l'expliquent Bauer et al. (2005), un horizon long terme serait un facteur de performance pour l'ISR, à en suivre la logique de l'effet d'apprentissage. Dans la même optique, il y a l'effet d'information (expliqué page 30) qui affirme également que l'ISR génère de la valeur grâce à sa maîtrise des risques auxquels il est confronté et ce, grâce à la notation extra-financière offrant une connaissance sur les enjeux socio-environnementaux (Revelli & Viviani, 2011). Et finalement, selon ces mêmes auteurs, la théorie des parties prenantes (expliquée page 30) pourrait être appliquée à l'approche de l'activisme actionnarial. La pression exercée sur l'entreprise l'oriente sur des nouvelles valeurs, la faisant changer de comportement ou de structure

de gouvernance. Les coûts générés par les nouvelles réglementations sont inférieurs à la valeur issue de l'innovation comportementale et de l'amélioration de la productivité, ce qui engendre une meilleure rentabilité et une augmentation du prix des actions. Ainsi, l'activisme actionnarial permettrait de créer de la valeur.

7.2 Synthèse de la littérature scientifique du 20^{ème} siècle

Nous allons analyser les résultats obtenus par les différentes études empiriques sélectionnées, peut-être aboutirons nous sur des conclusions diverses que celles de leurs auteurs respectifs. Le but de ce chapitre est double, tout d'abord nous cherchons à voir s'il y a une similitude dans les différents résultats et ce pour notre second objectif qui est de répondre à la question : le socialement responsable pénalise-t-il la performance?

7.2.1 The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund (David A. Sauer)

En 1997, la première étude réalisée par Sauer a pour objectif de déterminer l'impact de l'intégration de critères socialement responsables (SR) sur la performance d'un investissement. Il compare un indice socialement responsable, le Domini 400 Social Index (DSI), à deux indices standards, le S&P 500 Index et le CRSP Value Weight Index. La comparaison est faite par rapport à leur rendement moyen, leur volatilité, l'alpha de Jensen et le ratio de Sharpe.

Il a effectué une seconde comparaison avec le Domini Social Equity Mutual Fund (DES), et deux autres indices traditionnels, le Vanguard Index 500 et le Vanguard Extended Market Mutual funds. Le but était d'analyser l'impact des coûts supplémentaires pour la gestion des ISR sur leur performance¹⁷. Il en ressort que ces coûts additionnels n'ont pas d'influence négative sur la performance : il n'y a pas de différences de rendements significatives, les alphas et différences de ratios de Sharpe sont proches de zéro. Voici les tableaux de résultats :

¹⁷ Les résultats se trouvent en annexe H.

	DSI 400	S&P 500	CRSP VW Market
Panel A: January 1, 1986 through December 31, 1994			
\bar{r}^1	0.0116	0.0109	0.0102
r^2		0.11	0.22
Prob > t		0.91	0.83
σ	0.0483	0.0454	0.0447
F^3		1.13	1.17
Prob > F		0.52	0.43
Panel B: January 1, 1986 through April 30, 1990			
\bar{r}^1	0.0130	0.0130	0.0114
r^2		0.00	0.15
Prob > t		1.00	0.89
σ	0.0565	0.0538	0.0529
F^3		1.10	1.14
Prob > F		0.74	0.65
Panel C: May 1, 1990 through December 31, 1994			
\bar{r}^1	0.0104	0.0090	0.0091
r^2		0.20	0.17
Prob > t		0.85	0.86
σ	0.0395	0.0359	0.0357
F^3		1.21	1.22
Prob > F		0.49	0.46

Notes: 1. Average monthly return.
2. t-test for the difference in average monthly returns between the DSI 400 and competing index.
3. F-test for the difference in volatility between the DSI 400 and competing index.

Figure 10 : Rendement moyen mensuel et variance (Sauer, 1997, p. 142).

Nous remarquons que le rendement moyen mensuel (\bar{r}) de l'indice responsable est supérieur pour les trois périodes à celui des deux indices standards. Ces écarts de performance ne sont pas statistiquement significatifs (t-value < 2). Cela signifie que l'intégration de critères SR n'influence pas la performance de l'ISR par rapport aux portefeuilles traditionnels. Pour ce qui est de la volatilité (σ), elle est supérieure pour l'indice DSI aux deux indices standards pour les trois périodes d'observation, mais cet écart n'est pas significatif. Ainsi les ISR ne sont ni plus ni moins risqués que les investissements traditionnels.

Ces second et troisième tableaux affichent les résultats pour l'alpha de Jensen et le ratio de Sharpe. Le premier représente la prime de risque moyenne pour le risque pris et le second la prime de risque moyenne pour le risque total. Pour établir la pertinence statistique des écarts de performance entre des portefeuilles peu diversifiés, il n'est pas possible d'utiliser les simples ratios de Sharpe, il faut utiliser la différence transformée des ratios de Sharpe, qui est la différence des ratios de Sharpe entre le DSI et chaque indice traditionnel.

Model: $R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}$						
Market Proxy	1/86-12/94		1/86-4/90		5/90-12/94	
	α_p	β_p	α_p	β_p	α_p	β_p
S&P 500	0.0004	1.0491	-0.0003	1.0381	0.0013	1.0260
t	0.49	59.69	-0.29	51.17	1.05	23.60
p-value	0.62	0.00	0.77	0.00	0.30	0.00
CRSP VW Market	0.0010	1.0658	0.0012	1.0557	0.0007	1.0624
t	1.40	65.26	1.12	51.01	0.66	27.94
p-value	0.17	0.00	0.27	0.00	0.51	0.00

Notes: R_p , R_{mt} , and R_{ft} are the monthly returns to three month U.S. Treasury Bills, market proxy, and Domini 400 Social Index respectively.

not necessarily have an adverse impact on the risk-adjusted returns for the well diversified investor.

Figure 11 : Alpha de Jensen (Sauer (1997, p. 14).

$H_0: SI(DSI) - SI(P) = 0$		
	$SI(DSI) - SI(SP500)$	$SI(DSI) - SI(CRSP VW)$
Panel A: January 1, 1986 through December 31, 1994		
Δ Sharpe Index ¹	0.00001	0.00004
Z ²	0.372	1.297
Prob > Z	0.710	0.195
Panel B: January 1, 1986 through April 30, 1990		
Δ Sharpe Index ¹	-0.00002	0.00006
Z ²	0.376	1.096
Prob > Z	0.707	0.273
Panel C: May 1, 1990 through December 31, 1994t		
Δ Sharpe Index ¹	0.00003	0.00002
Z ²	0.758	0.688
Prob > Z	0.448	0.491

Notes: 1. Jobson and Korkie (1981) transformed difference for the Sharpe Index.
2. Z-test for the difference between the Sharpe Index of the Domini 400 Social Index and the competing index.

Figure 12 : Comparaison des indices de performance de Sharpe (Sauer, 1997, p. 145).

Pour les trois périodes, nous remarquons que les alphas sont très légèrement différents de zéro, indépendamment de l'indice standard utilisé pour représenter le marché, et que ces valeurs sont non significatives (t-value < 2). Il n'y a donc pas de différence de performance entre les indices SR et traditionnels, ce qui laisse penser que l'intégration de critères SR n'a pas d'effet sur le rendement d'un portefeuille. Finalement, les différences entre les ratios de Sharpe sont proches de zéro signifiant que les ratios de Sharpe respectifs à chaque indice sont semblables entre eux. Ces résultats montrent que l'intégration de critères SR n'impacte pas la performance d'un portefeuille moins diversifié.

7.2.2 The performance of European Socially Responsible Funds (Maria Ceu Cortez, Florinda Silva et Nelson Areal)

Cette seconde étude, réalisée par Cortez, Silva et Areal (2009), se penche sur la performance de 88 fonds ISR européens par rapport à la performance du marché qui est représenté par des indices de référence traditionnels ainsi que par des indices socialement responsables. Ils calculent pour cela l'alpha de Jensen. Nous nous attarderons uniquement sur le tableau III qui affiche ces résultats :

Country	Number of funds	Conventional indices			SRI indices		
		α	β	R ² (%)	α	β	R ² (%)
Panel A							
<i>UK</i>	7						
Global Equity	7	-0.125	0.830***	74.5	-0.219	0.761***	71.5
<i>Austria</i>	7						
Global Equity	4	-0.239**	1.040***	90.5	-0.132	0.971***	87.6
Europe/Eurozone Equity	1	-0.288	0.732***	72.6	-0.185	0.687***	69.7
Euro Balanced	2	-0.025	0.566***	58.5	0.038	0.247***	52.7
<i>Belgium</i>	8						
Global Equity	3	-0.307**	0.925***	94.3	-0.206	0.877***	94.3
Europe/Eurozone Equity	3	-0.140	0.947***	87.0	-0.048	0.900***	85.0
Euro Balanced	2	-0.078	0.602***	73.3	-0.024	0.280***	75.3
<i>France</i>	38						
Global Equity	1	0.055	0.717***	69.0	0.127	0.660***	64.8
Europe/Eurozone Equity	29	-0.273**	1.021***	92.5	-0.262**	0.951***	88.5
Euro Balanced	8	-0.118	0.679***	67.1	-0.065	0.328***	74.8
<i>Germany</i>	7						
Global Equity	3	-0.034	0.737***	44.3	-0.093	0.665***	42.1
Euro Balanced	4	-0.113	0.794***	76.3	-0.048	0.296***	71.5
<i>Italy</i>	13						
Global Equity	4	-0.103	0.871***	88.2	-0.137	0.811***	87.9
Euro Balanced	9	0.036	0.268***	58.6	0.067	0.115***	51.4
<i>Netherlands</i>	8						
Global Equity	6	0.075	0.944***	87.1	-0.010	0.871***	86.4
Euro Balanced	2	-0.131	0.629***	53.1	-0.076	0.295***	55.7

Figure 13 : Estimation des performances des fonds ISR (Cortez et al., 2009, p. 580).

Nous observons dans les colonnes α qu'il y a une majorité de différences non significatives entre les fonds et le marché qu'ils soient traditionnels ou socialement responsables. En ce qui concerne les résultats significatifs (trois pour les indices conventionnels et un pour les indices SR), nous remarquons que les fonds sont sous-performants par rapport aux deux types de marché. Plus en détails, les alphas sont supérieurs lorsqu'ils sont calculés sur les indices SR, indiquant une plus grande similitude avec le marché SR (car plus proche de zéro) que avec le marché traditionnel. Cette analyse permet de conclure qu'il n'y a globalement pas de différence de performance entre les fonds ISR et les deux types d'indices qui représentent le marché. Concernant la sensibilité au marché, c'est-à-dire le beta, tous les résultats sont positivement significatifs : les fonds ISR sont sensibles aux marchés. Par contre, nous remarquons des betas plus élevés pour le marché conventionnel, ce qui signifie que les fonds y sont plus sensibles qu'au marché SR. Les indices conventionnels, avec des R^2 supérieurs, semblent avoir un pouvoir explicatif de performance plus élevé que les indices SR.

7.2.3 L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? La performance financière des FSR (Khaled Saadaoui)

La troisième étude réalisée par Saadaoui (2009) compare la performance de 11 fonds ISR action français avec 11 fonds traditionnels équivalents. Il considère que la performance d'un fonds est sa capacité d'anticipation. Il décompose cette aptitude : d'une part la prévision des prix des actions (sélectivité des titres) et d'autre part la prévision du prix du marché (Market-Timing). Il entame sa comparaison à l'aide du ratio de Sharpe. Ensuite, il compare, en utilisant l'alpha de Jensen, les fonds ISR au marché représenté une fois par un indice classique (CAC40) et une seconde fois par un indice éthique (AspiEurozone). Pour le Market-Timing, Saadaoui utilise le modèle de Henrikson et Merton évaluant un bon Market-Timing par un β_2 positif: $R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{p2}(R_{mt} - R_{ft}) D + \varepsilon_{pt}$. Voici les résultats de son étude (les autres tableaux se trouvent en annexe I) :

FSR	R	α	S	Obs	FC	R	α	S	Obs
FE1	0,45	6,97	0,02	79	FC1	0,46	4,34	0,04	79
FE2	-0,17	6,29	-0,07	75	FC2	-1,46	12,66	-0,14	79
FE3	-0,24	5,52	-0,10	56	FC3	-0,17	5,91	-0,08	58
FE4	0,40	4,87	0,02	87	FC4	0,05	6,51	-0,04	82
FE5	0,28	5,85	0,00	80	FC5	0,73	5,32	0,08	85
FE6	0,38	5,11	0,02	67	FC6	0,21	5,02	-0,02	68
FE7	0,57	5,06	0,06	91	FC7	1,26	11,30	0,09	91
FE8	1,69	2,90	0,48	30	FC8	1,47	2,54	0,46	37
FE9	1,64	2,91	0,46	30	FC9	0,73	2,28	0,19	31
FE10	0,63	5,02	0,07	101	FC10	0,90	5,92	0,10	104
FE11	0,53	5,26	0,04	121	FC11	0,51	5,18	0,04	121
Moy.	0,56	5,07	0,09	74	Moy.	0,43	6,09	0,07	76
ASPEZ	1,08	5,41	0,15	157	CAC40	0,89	5,56	0,11	157

Figure 14 : Statistiques descriptives et ratios de Sharpe des fonds ISR et fonds traditionnels (Saadaoui, 2009, p.23).

Les ratios de Sharpe (S) des fonds socialement responsables sont en moyenne plus élevés que ceux des fonds classiques. Il en est de même pour la moyenne des rendements (R). Cela nous laisse penser à une meilleure rentabilité. L'écart-type (α) est inférieur pour les FSR que pour les fonds traditionnels ainsi que pour l'indice éthique par rapport à l'indice traditionnel, indiquant un risque moins élevé pour le SR. L'indice éthique présente également un rendement (R) supérieur à l'indice classique.

Nous analysons maintenant les résultats des alphas de Jensen, d'abord avec l'indice traditionnel et ensuite avec l'indice éthique. Sans grande surprise, les deux types de fonds sont moins performants que le marché ($\alpha < 0$), quel que soit l'indice utilisé. Dans les mêmes tableaux, nous observons des betas presque tous inférieurs à 1 et, supérieurs dans le tableau 4 que dans le tableau 5, indiquant pour les fonds un risque inférieur à celui du marché et une sensibilité plus forte au marché conventionnel. Le modèle de calcul de l'alpha de Jensen appliqué aux indices éthiques ressort des R^2 moins élevés par rapport à ceux calculés sur les indices traditionnels. Nous pouvons en déduire que les indices éthiques ont un pouvoir explicatif de la performance des fonds inférieur aux indices traditionnels. Nous aboutissons sur la même conclusion que celle apportée par l'étude de Cortez et al. (2009).

Etant donné que ces deux fonds présentent des β_2 négatifs, nous pouvons conclure que leur capacité d'anticipation n'est pas optimale (market-timing). La conclusion de cette étude est la suivante : il n'existe pas de différence de performance entre les deux types de fonds ou entre l'ISR et le marché car les écarts de performance ne sont pas statistiquement significatifs. Ainsi l'intégration de critères environnementaux et sociaux dans la sélection de titres n'a pas d'effet sur la performance du portefeuille socialement responsable.

7.2.4 Y a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains (Radu Burcalu, Isabelle Girerd-Potin et Denis Dupré)

L'étude ici présentée est celle de Burcalu, Girerd-Potin et Dupré (2004). Elle reprend 50 fonds socialement responsables et 1688 fonds traditionnels sur la période 1997-2002. D'un point de vue technique, elle ressemble au travail réalisé par Khaled Saadaoui. C'est pourquoi, nous n'aborderons pas les détails techniques et qu'il sera uniquement question des résultats obtenus. Les tableaux se trouvent en annexe J. Les indices conventionnels et les indices responsables utilisés pour réaliser leur comparaison de performance par rapport au marché sont : le CRSP, le S&P500 et le FSTE4good.

Tout d'abord, nous pourrions penser que les fonds ISR sont moins performants que les fonds conventionnels au vu d'un ratio de Sharpe respectif de 0.178 et de 0.189, mais cet écart n'est pas statistiquement significatif. Ce premier résultat est en opposition avec les résultats de Saadaoui en termes de valeurs, ceci peut-être dû à la période étudiée qui n'est pas la même (1994-1997 pour Saadaoui

et 1997-2002 pour Burcalu et al.). En effet, le début des années 2000 correspond à l'explosion de la bulle internet, évènement qui pourrait expliquer cette contradiction. Ensuite, indépendamment de l'indice, nous pouvons constater que le marché obtient de meilleures performances par rapport au fonds ISR ($\alpha < 0$). Les betas sont proches de 1 signifiant une sensibilité au risque proche de celle du marché. Ils sont supérieurs quand il est question d'indices traditionnels. Tout comme le montre l'étude de Saadaoui. Ensuite, il est question d'observer le Market-Timing. Avec l'indice CRSP comme avec le FTSE4good, les β_2 sont négatifs mais proches de zéro. Ceci est en accordance avec les résultats de Saadaoui. Ainsi, il semblerait qu'il n'y ait pas de différence de performance entre les deux types de fonds.

7.2.5 Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds (Francisco Climent et Pilar Soriano)

La cinquième étude, qui semble être une des plus intéressantes, est réalisée par Climent et Soriano en 2011. Elle est une des premières de son genre. En effet, les auteurs ont pris le parti de réaliser une comparaison de performance de fonds socialement responsables axés sur la thématique de l'environnement (fonds verts) avec des fonds ISR (toutes approches confondues) et avec des fonds conventionnels équivalents. Ils ont sélectionné des fonds américains et étudié la période 1987-2009. Les éléments de comparaison sont le rendement moyen et la volatilité dans un premier temps, et l'alpha de Jensen dans un second temps. L'alpha de Jensen a été calculé de cinq manières différentes. Les quatre premières fois suivant le modèle à un facteur, le marché, avec quatre indices de référence différents: CRSP Value Weighted Index, le Standard and Poor 500, le FTSE KDL Global Climate 100 index (indice environnement) et le FTSE KDL 400 Social Index (indice ISR) : $r - r_f = \alpha + \beta_{MKT}(r_m - r_f) + \eta$. La cinquième manière suit le modèle à quatre facteurs, le marché, la taille, la capitalisation et le dynamisme, avec l'indice CRSP : $r - r_f = \alpha + \beta_{MKT}(r_m - r_f) + \beta_{SMB}r_{smb} + \beta_{HML}r_{hml} + \beta_{MOM}r_{mom} + \eta$. Voici les résultats de leur étude, tous les tableaux ne seront pas présentés certains se trouvent en annexe K :

Portfolio	Return (%)	SD (%)	No. of funds
Green	8.45	17.56	7
SRI	7.19	13.79	14
Conventional	12.67	15.05	28

Figure 15 : Statistiques descriptives des trois types de fonds de 1987-2009 (Climent & Soriano, 2011, p. 279).

En ce qui concerne le rendement annuel moyen des fonds verts, nous voyons qu'il est inférieur au rendement des fonds conventionnels mais supérieur aux fonds ISR. En revanche, la volatilité des fonds verts dépasse largement celle des deux autres fonds, indiquant qu'ils sont plus risqués. Climent et Soriano expliquent que cela est dû à la prise en compte de l'année 2008 dans les calculs statistiques. Les

fonds verts, étant davantage dépendants des politiques gouvernementales qui à l'époque étaient incertaines, ont été plus touchés par la crise financière (Climent & Soriano, 2011).

	α	β	Adj. R^2
Portfolio			
Green (1)	-3.20 (-1.42)	0.99 (20.63)***	0.76
SRI (2)	-1.53 (-1.76)*	0.84 (27.75)***	0.94
Conventional (3)	1.02 (0.88)	0.91 (25.74)***	0.92
Differences			
(1) - (2)	-1.67 (-0.88)	0.16 (4.01)***	0.07
(1) - (3)	-4.22 (-2.42)**	0.08 (2.23)**	0.02

Figure 16 : Alpha de Jensen, modèle à un facteur (Climent & Soriano, 2011, p. 280).

Avant toute chose, remarquons que le tableau contient des données « différences ». Cette valeur nous permet d'analyser la différence de performance et de risque entre les différents fonds. Les fonds ISR sont statistiquement moins performants que le marché, représenté par l'indice CRSP. En revanche, dans le tableau avec l'indice S&P500 qui est en annexe K, ce sont les fonds verts qui sont significativement moins performants et les fonds conventionnels significativement plus performants que le marché. Pour les deux indices socialement responsables, il n'y a pas d'écart de performance statistiquement significatif entre les fonds et le marché. Indépendamment de l'indice de référence, les trois types de fonds ont une exposition au risque quasi similaire à celle du marché (beta proche de 1), les fonds verts étant les plus sensibles au vu des betas les plus élevés. Pour les comparaisons de performances des fonds verts avec les fonds ISR et les fonds conventionnels via la différence d'alphas, excepté pour l'indice vert où le résultat n'est pas significatif, les fonds conventionnels sont plus performants que les fonds verts. Il n'y a pas de différence de performance significative entre les fonds verts et les fonds ISR. Finalement, lorsqu'il est question d'utiliser l'indice vert pour représenter le marché, cet indice est celui qui explique le mieux la performance du fonds vert, le R^2 est le plus.

	α	β	SMB	HML	MOM	Adj. R^2
Portfolio						
Green (1)	-3.96 (-1.99)**	0.97 (22.78)***	0.36 (7.07)***	0.19 (2.29)**	-0.04 (0.91)	0.81
SRI (2)	-1.82 (-2.03)**	0.85 (29.11)***	0.02 (1.07)	0.08 (2.70)***	-0.01 (-0.64)	0.94
Conventional (3)	0.01 (0.01)	0.93 (3.57)***	0.14 (3.32)***	0.18 (4.54)***	0.003 (0.15)	0.94
Differences						
(1) - (2)	-2.14 (-1.22)	0.12 (2.99)***	0.33 (7.38)***	0.12 (1.51)	-0.03 (-0.71)	0.25
(1) - (3)	-3.97 (-2.34)**	0.04 (0.91)	0.22 (5.17)***	0.01 (0.21)	-0.05 (-1.09)	0.12

Figure 17 : Alpha de Jensen, modèle à quatre facteurs (Climent & Soriano, 2011, p. 283).

Ce dernier tableau montre les résultats de l'alpha selon le modèle à quatre facteurs. Uniquement les résultats statistiquement significatifs seront abordés. Les alphas indiquent que les fonds verts et fonds ISR sous-performent le marché. Les fonds verts sont toujours moins performants que les fonds

conventionnels. Tout comme le modèle à un facteur, les trois types de fonds sont positivement sensibles au marché avec les fonds verts montrant la plus grande sensibilité. Par ailleurs, le R^2 est plus élevé dans ce modèle que dans les quatre précédents ce qui implique qu'il permet de mieux expliquer la performance des fonds.

A la suite de ces analyses, nous pouvons conclure que premièrement, les fonds socialement responsables sont de nature plus risqué. Ensuite, les fonds verts sont moins performants que les fonds conventionnels. Cependant, les auteurs ont réalisé une seconde fois le calcul pour l'alpha de Jensen selon le modèle à quatre facteurs mais en divisant la période analysée (1987-2001 et 2001-2009). Nous observons dans le tableau VII en annexe K que les fonds verts sont en effet moins performants que les fonds conventionnels et les fonds ISR mais uniquement pour la première période. A partir de 2001, il n'y a plus de différence significative entre les fonds. La demande en fonds verts est plus récente par rapport aux deux autres types de fonds et en croissance sur la seconde période de par la problématique du réchauffement climatique. Ainsi, les gestionnaires de fonds verts ont gagné en expérience entre 1987 et 2009 ce qui pourrait être une des raisons de la récente équivalence en rendements. Selon Climent et Soriano (2001), ce qu'il nous faut retenir c'est que les performances futures ne peuvent être prédites par les performances passées.

7.2.6 International evidence on ethical mutual fund performance and investment style (Rob Bauer, Kees Koedijk et Roger Otten)

L'étude de Bauer, Koedijk, et Otten (2005) a pour objectif de comparer la performance des fonds socialement responsables par rapport à celle de fonds conventionnels. Ils utilisent pour cela 103 fonds des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de l'Allemagne. Bauer et al. appliquent la même méthodologie que l'étude réalisée par Climent et Soriano : ils comparent le rendement moyen et la volatilité dans un premier temps, et calculent l'alpha de Jensen à 1 facteur ainsi qu'à 4 facteurs dans un second temps. Tout comme dans l'étude précédente, les auteurs ont décidé de calculer la « différences » afin de renforcer la comparabilité des performances. Ils comparent également le pouvoir explicatif des indices conventionnels à celui des indices éthiques. Les indices conventionnels sont le Worldscope Index pour les pays de l'Europe et le Fama & French Market Index pour les Etats-Unis. Les indices éthiques sont le Dow Jones Sustainability Index, le EIRIS Balanced Index et le Domini400 Social Index. La période

étudiée est 1990 à 2001. Ils effectuent tout comme Climent et Soriano une analyse en trois sous-périodes : 1990-1993, 1994-1997, 1998-2001. Voici les résultats¹⁸ :

Country	Return	Standard deviation	Fund expense ratio	# of Funds
Germany				
<i>International</i>				
Ethical	4.77	14.13	1.40	16
Conventional	8.20	16.21	1.14	48
Worldscope World	10.33	17.58		
United Kingdom				
<i>Domestic</i>				
Ethical	9.81	13.11	1.24	20
Conventional	9.27	13.68	1.08	60
Worldscope UK	10.39	14.39		
<i>International</i>				
Ethical	8.92	15.16	1.49	12
Conventional	8.91	14.36	1.37	36
Worldscope World	6.91	16.65		
United States				
<i>Domestic</i>				
Ethical	13.09	13.32	1.49	50
Conventional	13.47	14.11	1.32	150
FF market index	14.66	14.21		
<i>International</i>				
Ethical	11.95	13.91	1.71	5
Conventional	11.23	13.97	1.64	15
Worldscope World	11.67	13.28		

Figure 18 : Statistiques descriptives des fonds ISR et fonds conventionnels de 1990-2001 (Bauer et al., 2005, p. 1757).

Nous pouvons affirmer que les rendements des fonds sont assez similaires sauf pour l'Allemagne où les fonds conventionnels ont le double de rendement des fonds SR. Les fonds conventionnels ont des volatilités supérieures aux fonds SR signifiant qu'ils sont plus risqués, excepté au Royaume-Uni où les fonds SR internationaux semblent être plus risqués.

Country/region	Alpha	Market	R^2_{adj}
Germany			
<i>International</i>			
Ethical	-4.20**	0.72***	0.79
Conventional	-1.17	0.80***	0.76
Difference	-3.03	-0.08***	0.07
United Kingdom			
<i>Domestic</i>			
Ethical	-0.22	0.82***	0.80
Conventional	-1.02	0.94***	0.92
Difference	0.80	-0.12***	0.09
<i>International</i>			
Ethical	1.71	0.76***	0.68
Conventional	0.32	0.84***	0.90
Difference	1.39	-0.08***	0.02
United States			
<i>Domestic</i>			
Ethical	-0.77	0.92***	0.96
Conventional	-0.85	0.96***	0.94
Difference	0.08	-0.04*	0.01
<i>International</i>			
Ethical	0.43	0.97***	0.85
Conventional	0.14	0.98***	0.87
Difference	0.29	-0.01	0.01

Figure 19 : Alpha de Jensen (Bauer et al., 2005, p. 1759).

¹⁸ Les tableaux d'analyse à quatre facteurs pour l'entièreté de la période et celui de la comparaison d'indices sont en annexe L.

Ce second tableau représente les résultats du calcul de l'alpha de Jensen à 1 facteur, avec les indices de référence respectifs à chaque pays. Nous observons pour chaque pays les données « différence ». Dans la première colonne, il n'y a aucune différence de performance statistiquement significative entre les différents types de fonds. Seul le fonds SR international allemand obtient un alpha significatif, il est moins performant que le marché. Les résultats de la seconde colonne nous indiquent que les fonds SR sont moins sensibles au marché que les fonds conventionnels, les betas tendant vers 1.

Country/region	4-Factor alpha 1990-1993	4-Factor alpha 1994-1997	4-Factor alpha 1998-2001
Germany			
<i>International</i>	-2.86*	-3.47*	0.29
United Kingdom			
<i>Domestic</i>	1.57	3.01**	0.40
<i>International</i>	-2.04	3.56*	4.82*
United States			
<i>Domestic</i>	-2.17*	0.73	3.61**
<i>International</i>	-3.78**	-0.14	1.73

Figure 20 : Différences des alphas de Jensen entre fonds ISR et fonds conventionnels en trois sous-périodes (Bauer et al., 2005, p. 1763).

Avec l'alpha de Jensen à 4 facteurs, les R² sont plus élevés par rapport à ceux du modèle à 1 facteur. Ce dernier possède un pouvoir explicatif de la performance plus faible. Ensuite, nous constatons des résultats similaires à ceux repris dans le second tableau : il n'y a pas de différence de performance significative entre les deux types de fonds. Les fonds conventionnels semblent être plus sensibles au marché (représenté uniquement par l'indice Worldscope) que les fonds SR. En revanche, les résultats de ce modèle d'alpha de Jensen sur trois sous-périodes montrent des différences de performance significatives. En Allemagne, de 1990 à 1997 les fonds SR sont moins performants que les fonds conventionnels. Ensuite, au Royaume-Uni de 1994 à 2001, les fonds SR internationaux sont plus performants. Pour leurs fonds domestiques, il n'y a une différence significative en faveur des fonds SR sauf de 1994 à 1997. Aux Etats-Unis, la différence significative s'observe de 1990 à 1993 avec une sous-performance des fonds SR. Les autres périodes ne montrent pas de différence de performance, excepté de 1998-2001 où les fonds SR domestiques sont sur-performants. Pour toutes les autres périodes, ils n'y pas de différence de performance entre les fonds socialement responsables et les fonds conventionnels. Globalement, les fonds SR auraient fait face à une phase de rattrapage sur la fin des années 90 certainement due à l'effet d'apprentissage. Ceci corrobore la conclusion apportée par Climent et Soriano.

7.2.7 Relative performance of SRI equity funds: An analysis of European funds using Data Envelopment Analysis (Antonella Basso and Stefania Funari)

La dernière étude à être présentée est celle de Basso et Funari (2010). Ces deux chercheuses ont tenté de découvrir le lien existant entre le niveau de responsabilité d'un fonds et sa performance financière. En d'autres termes, elles ont cherché à savoir le prix de l'investissement socialement responsable.

Elles ont d'abord créé un indicateur de responsabilité sociale basé sur les critères ESG utilisés dans le filtrage de fonds. Ensuite, afin de mesurer la performance d'un fonds ISR, elles ont décidé d'utiliser la méthode de Data Envelopment Analysis (DEA), qui permet de prendre en compte plusieurs variables d'entrée et de sortie, pour créer un indicateur de performance. La période étudiée correspond à la crise financière de 2006 à 2009 en Europe, plus particulièrement en France, au Luxembourg, en Suède et au Royaume-Uni. Par conséquent, elles ont été dans l'obligation de modifier le modèle DEA car les rendements moyens ainsi que les ratios de Sharpe étaient négatifs pour cette période. Après modifications, Basso et Funari obtiennent trois indicateurs de performance : I_{DEAS-S} (qui ne tient pas compte du niveau de responsabilité sociale du fonds), $I_{DEAS-SE}$ (qui prend en compte le niveau de responsabilité sociale du fonds), et $I_{DEAS-SEef}$ (qui prend en compte le niveau de responsabilité sociale du fonds qui est fixé de manière exogène par l'investisseur). La dernière étape de leur étude consiste à analyser la présence de dépendance linéaire entre indicateurs de performance et le niveau de responsabilité sociale. Pour cela, elles ont fait une régression linéaire pour chaque indicateur de performance par rapport au niveau de responsabilité sociale du fonds. Tous les détails mathématiques se trouvent en annexe M. Voici le tableau des moyennes des résultats et l'interprétation graphique :

Country	Intercept	<i>t-value</i>	Slope	<i>t-value (crit.)</i>	R^2	F-value	<i>(crit.)</i>
DEA-S model							
France	0.9524	246.02	0.0028	0.86 (2.00)	0.01	0.74	(4.02)
Luxembourg	0.9429	116.97	-0.0065	-1.63 (2.01)	0.05	2.65	(4.03)
Sweden	0.9510	137.50	0.0057	1.02 (2.02)	0.03	1.03	(4.08)
UK	0.8861	67.56	-0.0096	-1.45 (2.00)	0.04	2.10	(4.01)
Europe	0.8673	158.45	-0.0084	-2.74 (1.97)	0.03	7.52	(3.88)
DEA-SE model							
France	0.9506	254.61	0.0140	4.47 (2.00)	0.27	19.96	(4.02)
Luxembourg	0.9364	119.56	0.0104	2.65 (2.01)	0.12	7.02	(4.03)
Sweden	0.9468	143.17	0.0219	4.07 (2.02)	0.29	16.53	(4.08)
UK	0.8782	66.55	0.0172	2.57 (2.00)	0.10	6.61	(4.01)
Europe	0.8550	156.69	0.0208	6.85 (1.97)	0.14	46.93	(3.88)
DEA-SEef model							
France	0.9506	252.73	0.0137	4.35 (2.00)	0.26	18.89	(4.02)
Luxembourg	0.9362	117.20	0.0098	2.45 (2.01)	0.10	5.99	(4.03)
Sweden	0.9468	142.80	0.0215	3.99 (2.02)	0.28	15.90	(4.08)
UK	0.8795	64.08	0.0122	1.76 (2.00)	0.05	3.09	(4.01)
Europe	0.8572	150.47	0.0143	4.50 (1.97)	0.07	20.22	(3.88)

Table 9: Mean results of the European SRI mutual funds.

Figure 21 : Résultats des trois régressions linéaires (Basso et Funari, 2010, p. 23).

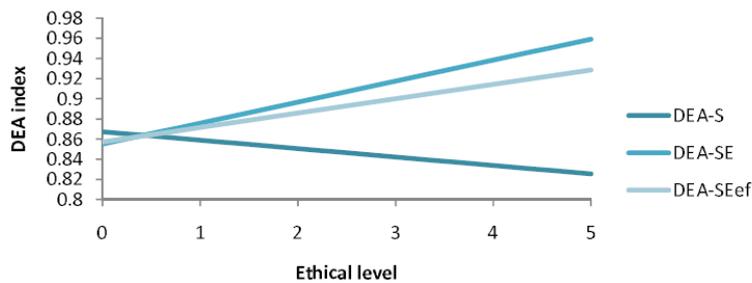


Figure 22 : Régressions linéaires des performances (Basso & Funari, 2010, p. 25).

Tout d'abord les t-value des trois modèles sont supérieures à 2, nous prouvant que les régressions sont statistiquement significatives. Il y a donc bien une dépendance linéaire entre les deux variables. La première régression linéaire (DEA-S model) pour les fonds ISR européens possède une pente négative. Le niveau de responsabilité sociale du fonds influence négativement la performance du fonds lorsqu'il n'est pas pris en compte dans le calcul de l'indicateur de performance. Cependant, la valeur est très faible (1%), donc nous considérons ce résultat négligeable. Les secondes et dernières régressions linéaires (DEA-SE et DEA-SEef model) montrent des résultats opposés de par leur pente positive. Ceci indique que le niveau de responsabilité sociale influence positivement la performance d'un fonds, lorsque ce niveau est pris en compte dans le calcul de l'indicateur de performance. Pour finir, les R^2 sont proches de zéro ce qui est logique car il n'est pas possible d'expliquer la performance d'un fonds uniquement par son niveau de responsabilité sociale.

7.2.8 « Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique » et « Performance financière de l'investissement socialement responsable : une méta-analyse » (Christophe Revelli et Jean-Laurent Viviani)

Les analyses réalisées par *Revelli et Viviani* en 2011 et 2012 sur 75 études empiriques tentent d'expliquer le lien entre l'ISR et la performance financière. Ils agrègent les études portant sur le sens de l'écart des performances ISR et performances de fonds conventionnels. Ils concluent qu'il n'y a pas d'effet ISR sur le niveau de performance d'un fonds. Ils affirment que l'ISR, d'un point de vue globale, ne génère ni bénéfice ni coût. Comme de Brito (2006), ils démontrent que la performance financière est dépendante des caractéristiques du fonds et surtout des choix de gestion des gérants de fonds.

Parmi les choix de gestion, il y a par exemple l'orientation de son investissement sur des thématiques d'environnement ou de gouvernance. Un autre exemple concerne la méthode de mesure de performance non-ajustée aux risques comme la rentabilité moyenne. Ils démontrent que des caractéristiques telles que la taille de l'échantillon ou la durée de période d'analyse impacte la performance financière, respectivement plus l'échantillon est diversifié ou plus le fonds existe depuis

longtemps et plus l'impact est positif. Ces différents choix influencent la performance financière de l'ISR positivement, négativement ou pas du tout, de manière significative ou non. Ainsi, Revelli & Viviani (2011, 2012) « infirment le principe d'inefficience de l'ISR » dû au manque de diversification ou de la supériorité des coûts (Revelli, 2013, p. 87). Voici le tableau résumant les effets de l'ISR sur la performance financière :

		Effet de l'ISR sur la performance financière observé		
		Effet positif	Effet neutre	Effet négatif
Variables modératrices	Mesure de la performance financière****	Mesures « Moyenne-Variance »	Mesures monofactorielles <i>Stock-Picking</i>	Mesures monofactorielles <i>Market-timing</i>
	Durée de la période d'observation****		Durée observation 10 à 19ans	Durée observation -5ans
	Méthode de comparaison de données****	Comparaison de portefeuilles ISR « bien notés » et « mal notés » élaborés par les chercheurs	Comparaison de fonds ISR existants / fonds conventionnels	
		Comparaison de portefeuilles ISR élaborés par les chercheurs / indices conventionnels	Comparaison d'indices ISR existants / indices conventionnels	
	Approche thématique ISR****	ISR thématique « Gouvernance »		
		ISR thématique « Environnement »		
	Marché ISR****	Marché ISR US	Marchés ISR français et canadien	Marché ISR UK et Zone Euro
	Taille de l'échantillon expérimental****	Echantillons grandes tailles (+100 titres ou fonds)	Echantillons petites tailles (-50 titres ou fonds)	
Type de publication**	<i>Working Paper</i>	Actes de congrès ou conférences français	Revue scientifique anglo-saxonnes hors thématique financière	

****, *** et ** respectivement significatifs au seuil statistique de 0,1%, 5%, 10%.

Figure 23 ; Effet de l'ISR sur la performance financière (Revelli & Viviani, 2011, p. 50).

7.3 Analyse des convergences et divergences

Nous allons maintenant réaliser une analyse des convergences et des divergences des conclusions de ces différentes études. Afin de rendre la tâche plus facile, un tableau synthétique des différents résultats a été réalisé.

Tableau 3 : Synthèse des résultats des 8 analyses.

	R	E-T	S	α (1)	α (4)	Différence	R ²	β	β_2	C
Sauer : comparer les indices SR et trad (1986-1994)	ISR>trad, pas signif	ISR>trad, pas signif	→0	Pas signif						Pas signif
Cortez et al. : comparer les fonds SR aux indices trad et SR (1996-2007)				Pas signif sauf 4 <0			ISR<trad	>0 →-1		
Saadaoui : comparer les fonds SR et trad (1994-1997)	ISR>trad	ISR<trad	ISR>trad pas signif	<0			ISR>trad	>0 →-1	<0	
Burcalu et al. : comparer les fonds SR et (1997-2002)			ISR<trad pas signif	<0				>0 →-1	<0	
Climent et Soriano : comparer les fonds verts aux fonds SR et trad (1987-2009)	Vert<trad Vert>ISR ISR<trad	Vert>trad Vert>ISR ISR<trad		ISR<marché Vert<marché Trad>marché Reste pas signif	ISR<marché Vert<marché Avant 2001, vert<marché	Vert<trad Vert=ISR Plus diff signif apd 2001	Vert>trad trad>ISR	>0 →-1		
Bauer et al. : comparer les fonds SR et trad (1990-2001)	proches, sauf Allemagne ISR<trad	ISR<trad		Pas signif sauf 1 <0	Pas signif sauf 1 <0	Val signif montre un rattrapage de la perf.		>0, →-1		
Basso et Funari : expliquer le lien entre le SR et la perf (2006-2009)	Dépendance linéaire >0 lorsque ce niveau de responsabilité est pris en compte dans le calcul de la performance									
Reveli et Viviani : expliquer le lien entre le SR et la perf (synthèse d'études)	Pas d'effet de l'ISR sur la performance, pas de coûts dus à l'ISR. La performance d'un fonds dépend des caractéristiques du fonds et des choix de gestion.									

L'étude de Sauer qui est la plus ancienne démontrait déjà que l'intégration de critères ESG n'affectait pas la performance des fonds ISR. Un élément n'a été évoqué dans aucune autre étude : les coûts supplémentaires, engendrés par une gestion spécifique à l'ISR, n'ont également aucune influence sur la performance des fonds. Ce qui invalide la théorie des coûts.

Une décennie plus tard, Saadaoui et Burcalu et al. ont appliqué à peu de chose près la même comparaison de performance de fonds ISR et fonds traditionnels. Il en ressort qu'il n'y a pas de différence de performance significative entre les fonds socialement responsables et les fonds conventionnels. De plus, ils concluent que les deux types de fonds sont inefficients dans l'anticipation du prix du marché. Ce résultat est dans la même lignée que celui de Sauer de 1997 et s'accorde avec les résultats de Bauer et al. ainsi que de Climent et Soriano. Remarquons que l'apport principal de l'étude de ces derniers est en lien avec la théorie de l'effet d'apprentissage.

Tout comme Saadaoui, Cortez et al. ont comparé la performance des fonds SR au marché via l'alpha de Jensen calculé une fois sur un indice traditionnel et une fois sur un indice socialement responsable. Les deux études permettent de conclure qu'il n'y a pas de différence entre les deux types de marché et les fonds ISR. De plus, les analyses se rejoignent en démontrant que l'indice SR n'est pas plus adapté pour expliquer la performance d'un fonds ISR qu'un indice traditionnel. Les fonds ISR sont sensibles aux deux types de marché mais possèdent une exposition au risque plus proche de celle du marché conventionnel.

Plusieurs études telles que celle de Barnett et Salomon (2006) et les deux études de Revelli & Viviani, ont démontré que la performance financière variait en fonction des critères ESG utilisés et de la gestion de portefeuille appliquée (ex : court terme/long terme, action/obligation, marché visé, calcul de la performance). Basso et Funari (2010) concluent même que la performance financière est positivement influencée par le niveau de responsabilité du fonds (le nombre de critères utilisés par exemple) à condition que ce niveau soit pris en compte dans le calcul de la performance via un indicateur. Elles observent l'effet opposé quand cette condition n'est pas remplie.

Concernant le risque des fonds socialement responsables, nous collectons des résultats hétérogènes sur la question. Nous remarquons que l'ISR est moins risqué que les fonds conventionnels pour toutes les études, excepté celle de Sauer qui date de 1997. En effet, les études datant du 21^{ème} siècle et étudiant les années 1990 ou/et comprenant les années 2000 affichent un risque inférieur pour les fonds ISR. Etant donné que le marché traditionnel paraît être plus efficient pour expliquer les performances de tout type de fonds, cela peut s'expliquer par les différentes périodes durant lesquelles les fonds ont été analysés. En effet, durant le 20^{ème} siècle l'ISR est un marché de niche présentant un nombre restreint de sociétés répondant aux critères ISR ; alors que la fin des années 90 et le début de 21^e siècle voit le nombre de sociétés « ISR » croître significativement avec l'arrivée et la confirmation des nouvelles technologies, l'apparition des préoccupations environnementales et la croissance du secteur tertiaire. Les sociétés « ISR » devenant plus nombreuses et performantes, le risque des fonds les regroupant diminue.

Nous pouvons dès lors conclure qu'il n'y a pas de différence significative dans les performances de l'ISR par rapport au fonds traditionnels. Ainsi, nous partageons les conclusions de ces différents auteurs : l'intégration de critères ESG n'affecte pas la performance d'un fonds ISR. En effet les écarts de performances ne sont que trop rarement significatifs pour permettre d'établir une conclusion vers une surperformance ou vers une sous-performance. Toutefois, il nous paraît plus intéressant de réaliser des études des comparaisons sur des **sous-périodes** de temps. Il ressort que les premières années étudiées montrent des fonds SR significativement moins performants par rapport aux fonds traditionnels. Vers la fin du 20^{ème} siècle, alors que ce type de fonds existe déjà depuis quelques années et que les gestionnaires ont acquis de l'expérience et sont face à une plus grande offre de sociétés rentrant dans la catégorie de

socialement responsables, cette sous-performance se dissipe pour laisser place à une équivalence de performance.

Cette équivalence de performance et les liens établis par Revelli et Viviani (2011, 2012) nous permettent de dire qu'il serait plus judicieux de réaliser des études de comparaison de performance entre fonds conventionnels et **sous-groupes** de fonds ISR. Ainsi, lorsqu'il y a une différence de performance, elle est expliquée par les caractéristiques et par la gestion des fonds étudiés. Par exemple, uniquement analyser une certaine thématique, ou fixer un certain âge et une certaine taille de fonds. L'étude de Climent et Soriano est réalisée dans cette optique et les analyses montrent plus de résultats significatifs statistiquement que la plupart des autres études.

VIII. Conclusion

L'investissement socialement présente une évolution temporelle se caractérisant par quatre phases. La première remonte au 19^{ème} siècle où les investisseurs responsables étaient des représentants de l'Eglise catholique qui agissaient en concordance avec leurs convictions. La seconde date de la période de 1920 à 1960, avec la prise en compte progressive d'objectifs sociaux. Les vingt années suivantes concernent l'intégration de dimensions politiques. Et finalement, depuis les années 1990 il est davantage question de dimensions environnementales.

Chacune de ses phases peut être mise en parallèle avec l'évolution des pratiques de l'ISR. Il a d'abord été question d'exclusion d'entreprises ou secteurs en contradiction avec les valeurs des investisseurs. Ensuite est apparu l'approche opposée, c'est-à-dire l'inclusion avec toutes les dérivées qui la compose. Et finalement, les actionnaires ont commencé à faire entendre leur voix auprès de la gouvernance d'entreprise.

Du point de vue de l'industrie de l'investissement socialement responsable, un grand nombre d'acteurs agissent pour promouvoir l'ISR. Il est plutôt clair qu'il y a de grosses lacunes en ce qui concerne sa régulation. Cela pourrait être résolu si des politiques étaient mises en place, en complément des principes ou démarches volontaires déjà existants. De nos jours, il n'y a toujours pas de consensus mondial sur une définition stricte, sur les pratiques considérées de socialement responsables et sur les méthodologies d'évaluation et de cotation. L'évaluation qui se fait sur base d'informations difficiles d'accès dû au manque de transparence de la part des entreprises qui ne divulgue pas toujours un rapport social ou qui omettent certaines informations. De plus cette évaluation ne fait pas l'objet d'un processus de vérification. Il est dès lors regrettable que cette hétérogénéité laisse place à de la subjectivité quant à l'attribution du qualificatif « ISR » et à une interprétation libre des performances ESG des fonds.

La problématique d'évaluation de la performance extra-financière, ou plutôt de la valeur ajoutée de la pratique socialement responsable, est au cœur des préoccupations des financiers et chercheurs. Plusieurs méthodes ont été abordées dans le chapitre VI. Encore une fois, les financiers et investisseurs sont face à un manque d'homogénéité quant à la méthodologie d'évaluation. Cependant, sans consensus il est difficile de montrer les avantages non-financiers de l'ISR, étant donné que cette pratique semble offrir un rendement financier semblable aux investissements standards, et donc de légitimer l'investissement socialement responsable.

Les études de comparaisons allant jusqu'en 2009 montrent que jusqu'à la fin de la première décennie du 21^{ème} siècle il n'y avait pas de différence de performance entre les fonds ISR et les fonds conventionnels. Par contre, il est plutôt d'un commun accord, que les analyses réalisées uniquement sur la période du début des années 90 montrait que l'ISR a une légère sous performance qui n'était pas toujours significative. Ceci s'explique tout d'abord par l'effet d'apprentissage pour les gestionnaires avec le temps. Les différences de performance qui s'observent d'une étude à l'autre s'expliquent par les différents critères utilisés par les auteurs (la taille de l'échantillon, la période observée, le type de titres analysés). Cela sous-entend que ce sont les choix des gestionnaires en matière d'investissement et de gestion qui influencent les résultats de performance d'un fonds et non simplement le fait d'étudier un fonds ISR lambda. Choix qui n'a fait que se diversifier durant ces trois dernières décennies, satisfaisant ainsi la théorie du portefeuille.

D'autre part les crises financières du 21^{ème} siècle ont provoqué une perte de confiance dans le capitalisme et ainsi ont été favorables à l'ISR. Cette situation se retrouve dans le chiffre du marché belge. Depuis 2005, l'encours global a crû et plus particulièrement les comptes d'épargne des particuliers. Cette situation est assez logique étant donné que suite aux différentes crises, les gens sont dans la crainte de perdre à nouveau leur argent et cherche la sécurité. Ils sont à la recherche de placements long terme sans risque et les comptes épargnes ISR semblent combler cette requête car ils prônent une stabilité long terme de par le choix de titres d'entreprises qui sont les plus saines et les plus performantes dans leur domaine.

La question qui se pose alors est : si l'investisseur obtient un rendement identique indépendamment du type de fonds dans lequel il investit, pourquoi n'investissent-ils pas uniquement dans des investissements socialement responsables qui ont comme plus-values d'améliorer la situation sociale, environnementale et la gouvernance d'entreprise, contrairement aux investissements conventionnels?

Nous pouvons tout d'abord répondre que c'est une conséquence du manque de connaissance en la matière de la part des particuliers. Il est déjà assez difficile d'obtenir des informations sur ces fonds en général, mais en plus cette information n'est pas adaptée à un public non professionnel. Et il est bien connu que l'homme n'est pas enclin aux changements et n'est pas à l'aise avec les nouvelles expériences. Il s'agit donc d'arriver à modifier les mentalités. Toutefois, selon certaines enquêtes, les particuliers semblent favorables à cette nouvelle stratégie d'investissement à condition qu'elle lui soit adaptée. Il est donc du devoir de l'offre de créer un marketing promotionnel afin de faire connaître l'approche et la rendre accessible à tous. Il est évident que ceci à un coût et c'est probablement une raison pour laquelle cela ne s'observe que de nos jours. La tendance en la matière est positive.

Pour ce qui est des bailleurs de fonds institutionnels, ils sont dans l'obligation de garantir un rendement certain à leurs souscripteurs. Nous pourrions évoquer une crainte de leur part quant aux rendements de l'ISR du fait qu'il s'inscrit dans le développement durable qui avec l'éthique est généralement lié à des coûts supplémentaires, selon des idées non fondées.

En ce qui concerne l'activisme actionnarial, ce n'est pas la tactique la plus efficace pour mener à des changements ESG, pour cause de manque de pouvoir des teneurs de titres mais également car le procédé est laborieux. Les actionnaires principaux ou avec une importance certaine pourraient quant à eux réussir dans cette tâche. Il subsiste qu'ils ont du pouvoir et font fortune dans les secteurs exclus d'office ou simplement dans les secteurs retenus pour l'ISR. Malheureusement, l'homme est avide de ce pouvoir et de cette richesse et ils ne désirent pas changer son comportement car ils ne voient pas d'aspects positifs en contrepartie.

De plus, tous les pays ne se sentent pas concernés par le socialement responsable et n'ont aucune motivation à établir des politiques pour l'intégration de critères ESG, pour la transparence des pratiques au sein des entreprises. Tout d'abord car ces valeurs ne font peut-être pas partie de leur culture ou bien car leur seul objectif est de tenir leur pays sur pied économiquement et financièrement de quelque manière ce soit.

IX. Bibliographie

- Alberola, E., & Giamporcaro-Saunière, S. (2006). Les agences d'analyse et de notation extra-financière : quels services pour quels investisseurs? *Revue d'économie financière*, 85(4), 171-189. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2006.4151>
- Ballesterro, E., Pérez-Gladish, B., & Garcia-Bernabeu, A. (2015). The Ethical Financial Question and the MCDM Framework. In *Socially Responsible Investment. A multi-criteria decision making approach* (Vol. 219, p. 3-22). Springer International Publishing. Consulté à l'adresse <http://link.springer.com/10.1007/978-3-319-11836-9>
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122. <https://doi.org/10.1002/smj.557>
- Basso, A., & Funari, S. (2010, septembre). *Relative performance of SRI equity funds: An analysis of European funds using Data Envelopment Analysis* (Working paper 201). Department of Applied Mathematics, Università Ca' Foscari Venezia, Italy. Consulté à l'adresse <https://ideas.repec.org/p/vnm/wpaper/201.html>
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1751-1767. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.035>
- Bayot, B., Cayrol, A., Marchand, A., & Verdonck, V. (2016). *L'investissement socialement responsable en Belgique*. Réseau Financité. Consulté à l'adresse <https://www.financite.be/fr/reference/linvestissement-socialement-responsable-2016-rapport-complet>
- Blanc, D., Cozic, A., de Barochez, A., & Centre de recherche ISR de Novethic. (2013). *Quels indicateurs pour mesurer la performance ESG des investissements?* Paris: Novethic. Consulté

à l'adresse <http://www.novethic.fr/isr-et-rse/les-etudes-isr-et-rse/les-etudes/detail/quels-indicateurs-pour-mesurer-la-performance-esg-des-investissements.html>

Burcalu, R., Girerd-Potin, I., & Dupré, D. (2004). Y a-t-il un sacrifice à être éthique? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains. *Banque et Marché*, (69), 20-29.

Campeau, L., Lacroix, A., Marchildon, A., Chavaz, P., & Dostie, C. (2011a). *Historique et définitions de la finance socialement responsable* (note de recherche no 1 sur la FSR). Université de Sherbrooke, Chaire d'éthique appliquée, Canada.

Campeau, L., Lacroix, A., Marchildon, A., Chavaz, P., & Dostie, C. (2011b). *Les pratiques de la finance socialement responsable. Etats des lieux*. (note de recherche no 2 sur la FSR). Université de Sherbrooke, Chaire d'éthique appliquée, Canada.

Campeau, L., Lacroix, A., Marchildon, A., Chavaz, P., & Dostie, C. (2012). *Les acteurs de la finance socialement responsable* (note de recherche no 3 sur la FSR). Université de Sherbrooke, Chaire d'éthique appliquée, Canada.

Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2013). Mesurer les performances extrafinancières. Le véritable défi de l'ISR. *Revue française de gestion*, 39(236), 109-125. <https://doi.org/10.3166/rfg.236.109-125>

Centre de recherche ISR de Novethic. (2014). *Panorama des agences de notation extra-financière*. Paris: Novethic. Consulté à l'adresse <http://www.novethic.fr/isr-et-rse/les-etudes-isr-et-rse/les-etudes/detail/l-essentiel-sur-les-fonds-monetaires-isr.html>

Chatelet, C., Bourcet, C., Isambart, C., Simon, M., & Centre de recherche ISR de Novethic. (2015). *Portrait des investisseurs responsables Européens*. Paris: Novethic. Consulté à l'adresse <http://www.novethic.fr/isr-et-rse/les-etudes-isr-et-rse/les-etudes/detail/portrait-des-investisseurs-responsables-europeens.html>

- Climent, F., & Soriano, P. (2011). Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 275-287. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0865-2>
- Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2009). The Performance of European Socially Responsible Funds. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573-588. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9959-x>
- de Brito, C. (2006). ISR : comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? *Revue d'économie financière*, 85(4), 151-170. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2006.4150>
- Deheuvels, T. (2006). ISR : un concept en devenir. *Revue d'économie financière*, 85(4), 19-28. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2006.4139>
- Durif, F., Prim-Allaz, I., & Sami, H. (2013). Les investisseurs particuliers et l'ISR. Une relation complexe. *Revue française de gestion*, 39(236), 127-147. <https://doi.org/10.3166/rfg.236.127-147>
- Eurosif. (2016). *European SRI Study - 2016* (No. 7). Bruxelles. Consulté à l'adresse <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>
- Fatoux, F. (2006). La responsabilité sociétale des entreprises, facteur de développement de l'investissement socialement responsable. *Revue d'économie financière*, 85(4), 41-47. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2006.4141>
- Gaillarde, E., & Guignard, S. (2004). *L'investissement socialement responsable: Etat des lieux et perspectives*. La notation extra-financière, Agence de l'Environnement et de la Maîtrise de l'Energie Service Economie.
- Gendron, C., & Bourque, G. L. (2003). Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique. *L'économie politique*, 18(2), 50-61. <https://doi.org/10.3917/leco.018.0050>

- Loiselet, E. (2003). Investissement socialement responsable : l'âge de la diffusion. *L'Économie politique*, 18(2), 62-73. <https://doi.org/10.3917/leco.018.0062>
- Oehri, O., Dreher, C., Jochum, C., & von Schnurbein, G. (2014). Responsible Investing. In *My impact - Fundamentals of modern philanthropy. New perspectives for foundations* (p. 44-58). Consulté à l'adresse <http://www.myimpact.li>
- Poncet, P., & Portrait, R. (2010). La théorie moderne du portefeuille : théorie et application. In *MBA Finance : Tout ce qu'il faut savoir sur la finance par les meilleurs professeurs et praticiens* (1ère, p. 795-828). Paris: Groupe Eyrolles.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>
- Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives. *Revue française de gestion*, 39(236), 79-92. <https://doi.org/10.3166/rfg.236.79-92>
- Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2011). Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique. *Management & Avenir*, 44(4), 34-59. <https://doi.org/10.3917/mav.044.0034>
- Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2012). Performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : une méta-analyse. *Finance Contrôle Stratégie*, (15-4). <https://doi.org/10.4000/fcs.1222>
- Rexel Foundation. (2015). Guide de mesure de l'impact social. Consulté à l'adresse <https://www.rexelfoundation.com/fr/connaissances-et-savoirs/guide-pour-la-realisation-dune-etude-dimpact-et-dictionnaire-dindicateurs>

- Rubinstein, M. (2006). Le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise. Une analyse en termes d'isomorphisme institutionnel. *Revue d'économie industrielle*, (113), 83-105. <https://doi.org/10.4000/rei.295>
- Saadaoui, K. (2009). L'engagement éthique pénalise-t-il la performance? La performance financière des FSR. *Revue française de gestion*, 196(6), 15-28.
- Sauer, D. A. (1997). The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini Equity Mutual Fund. *Review of Financial Economics*, 6(2), 137-149. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(97\)90002-1](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(97)90002-1)
- SAW-B. (2014). Evaluation de l'impact social: de quelques clarifications et craintes. Consulté à l'adresse <http://www.saw-b.be/spip/-Analyses,33->
- Silvent, F. (2013). Investissement responsable et responsabilité des entreprises: le rôle des investisseurs institutionnels. In *Rapport moral sur l'argent dans le monde: L'entreprise responsable. Régulation et contrôle de la finance - Religions et crise financière* (Association d'économie financière). Consulté à l'adresse <https://www.aef.asso.fr/publications/rapport-moral-sur-l-argent-dans-le-monde/rapport-moral-2013/investissement-responsable-et-responsabilit-eacute-soci-eacute-tale-des-entreprises-le-r-ocirc-le-des-investisseurs-institutionnels>
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52, p. 45-57.
- Stievenart, E., & Pache, A.-C. (2014). Evaluer l'impact social d'une entreprise sociale : points de repère. *Revue Intenationale de l'économie sociale : RECMA*, 93(331), 76-92.
- The Equator Principles Association. (2013). The Equator Principles. Consulté à l'adresse <http://www.equator-principles.com/index.php/about-ep/about-ep>

Thoreau, F.-L. (2004). *L'investissement socialement responsable. Rôle et méthode de l'analyse sociale de l'entreprise*. Université de Liège. Faculté d'Economie, de Gestion et de Sciences Sociales, Liège.

UNEP Finance Initiative, & United Nations Global Compact. (2006). Principles for responsible investment. Consulté à l'adresse <https://www.unglobalcompact.org/library/290>

UNEP Finance Initiative, & United Nations Global Compact. (2016). Principes pour l'Investissement Responsable. Consulté à l'adresse www.unpri.org

Sitographie :

ABC Bourse. (s. d.). Gestion de portefeuille et analyse du risque. Consulté 12 avril 2017, à l'adresse https://www.abcbourse.com/apprendre/19_introduction_gestion_portefeuille.html

ACODEV. (2017). Qu'est ce qu'une ONG. Consulté 27 juin 2017, à l'adresse <https://www.acodev.be/les-ong-de-developpement/quest-ce-quune-ong>

Ceres. (2016). About us. Consulté 28 juin 2017, à l'adresse <http://www.ceres.org>

Global Reporting Initiative. (s. d.). About GRI. Consulté 28 juin 2017, à l'adresse <https://www.globalreporting.org>

Organisation de coopération et de développement économique. (2017). A propos de l'OCDE. Consulté 28 juin 2017, à l'adresse <http://www.oecd.org>

Organisation Internationale du Travail. (s. d.). A propos de l'OIT. Consulté 27 juin 2017, à l'adresse <http://www.ilo.org>

Raymond, J.-P. (2015, janvier 15). Les indicateurs financiers à connaître pour évaluer un fonds d'investissement [Information pour la gestion financière]. Consulté 11 juillet 2017, à l'adresse <http://www.cbanque.com/actu/49862/les-indicateurs-financiers-a-connaître-pour-évaluer-un-fonds-investissement>

The Equator Principles Association. (2011). About the Equator Principles. Consulté 27 juin 2017, à l'adresse <http://www.equator-principles.com/index.php/about-ep/about-ep>

UN Environment. (s. d.). About UN Environment. Consulté 28 juin 2017, à l'adresse www.unep.org

United Nations Global Compact Office. (s. d.-a). Who we are. Mission. Consulté 27 juin 2017, à l'adresse <https://www.unglobalcompact.org/>

United Nations Global Compact Office. (s. d.-b). Who we are. The ten principles of the UN Global Compact. Consulté 27 juin 2017, à l'adresse <https://www.unglobalcompact.org/>

X. Annexes

A. Les Principes pour l'Investissement Responsable (UNEP Finance Initiative & United Nations Global Compact, 2016)

1. Nous intégrerons les questions ESG à nos processus décisionnels et d'analyse des investissements.
2. Nous serons des actionnaires actifs et intégrerons les questions ESG à nos politiques et procédures en matière d'actionariat.
3. Nous demanderons, autant que faire se peut, aux entités dans lesquelles nous investissons de faire preuve de transparence concernant les questions ESG.
4. Nous encouragerons l'adoption et la mise en œuvre des Principes dans le secteur des investissements.
5. Nous coopérerons pour améliorer l'efficacité de notre mise en œuvre des Principes.
6. Nous rendrons chacun compte de nos activités et des progrès accomplis concernant la mise en œuvre des Principes.

B. Les principes de l'équateur (The Equator Principles Association, 2013)

1. Examen et catégorisation
2. Évaluation sociale et environnementale
3. Critères sociaux et environnementaux applicables
4. Plan d'action et système de gestion
5. Consultation et communication
6. Mécanisme de règlement des griefs
7. Expertise externe
8. Obligations de faire ou de ne pas faire
9. Indépendance du suivi et du reporting
10. Présentation de rapports par les établissements financiers qui appliquent les principes, désignés sous l'appellation Equator Principles Financial Institutions (EFPIs).

C. Les principes du Global Compact (United Nations Global Compact Office, s. d.-b)

Human Rights

Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights; and

Principle 2: make sure that they are not complicit in human rights abuses.

Labour

Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining;

Principle 4: the elimination of all forms of forced and compulsory labour;

Principle 5: the effective abolition of child labour; and

Principle 6: the elimination of discrimination in respect of employment and occupation.

Environment

Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;

Principle 8: undertake initiatives to promote greater environmental responsibility; and

Principle 9: encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies.

Anti-Corruption

Principle 10: Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery.

D. Les critères d'inclusion et d'exclusion de Renneboog et al. (2008, p. 1729)

SRI screens		
Screens	Definitions	Type
Tobacco	Avoid manufacturers of tobacco products	-
Alcohol	Avoid firms that produce, market, or otherwise promote the consumption of alcoholic beverages	-
Gambling	Avoid casinos and suppliers of gambling equipment	-
Defense/weapons	Avoid firms producing weapons for domestic or foreign militaries, or firearms for personal use	-
Nuclear power	Avoid manufacturers of nuclear reactors or related equipment and companies that operate nuclear power plants	-
Irresponsible foreign operations	Avoid firms with investments in government-controlled or private firms located in oppressive regimes such as Burma or China, or firms which mistreat the indigenous peoples of developing countries	-
Pornography/adult entertainment	Avoid publishers of pornographic magazines; production studios that produce offensive video and audio tapes; companies that are major sponsors of graphic sex and violence on television	-
Abortion/birth control	Avoid providers of abortion; manufacturers of abortion drugs and birth control products; insurance companies that pay for elective abortions (where not mandated by law); companies that provide financial support to Planned Parenthood	-
Labor relations and workplace conditions	Seek firms with strong union relationships, employee empowerment, and/or employee profit sharing	+
Environment	Avoid firms exploiting their workforce and sweatshops	-
	Seek firms with proactive involvement in recycling, waste reduction, and environmental cleanup	+
	Avoid firms producing toxic products, and contributing to global warming	-
Corporate governance	Seek companies demonstrating "best practices" related to board independence and elections, auditor independence, executive compensation, expensing of options, voting rights and/or other governance issues	+
	Avoid firms with antitrust violations, consumer fraud, and marketing scandals	-
Business practice	Seek companies committed to sustainability through investments in R&D, quality assurance, product safety	+
Employment diversity	Seek firms pursuing an active policy related to the employment of minorities, women, gays/lesbians, and/or disabled persons who ought to be represented amongst senior management	+
Human rights	Seek firms promoting human rights standards	+
	Avoid firms which are complicit in human rights violations	-
Animal testing	Seek firms promoting the respectful treatment of animals	+
	Avoid firms with animal testing and firms producing hunting/trapping equipment or using animals in end products	-
Renewable energy	Seek firms producing power derived from renewable energy sources	+
Biotechnology	Seek firms that support sustainable agriculture, biodiversity, local farmers, and industrial applications of biotechnology	+
	Avoid firms involved in the promotion or development of genetic engineering for agricultural applications	-
Community involvement	Seek firms with proactive investments in the local community by sponsoring charitable donations, employee volunteerism, and/or housing and educational programs	+
Shareholder activism	The SRI funds that attempt to influence company actions through direct dialogue with management and/or voting at Annual General Meetings	+
Non-married	Avoid insurance companies that give coverage to non-married couples	-
Healthcare/pharmaceuticals	Avoid healthcare industries (used by funds targeting the "Christian Scientist" religious group)	-
Interest-based financial institutions	Avoid financial institutions that derive a significant portion of their income from interest earnings (on loans or fixed income securities). (Used by funds managed according to Islamic principles)	-
Pork producers	Avoid companies that derive a significant portion of their income from the manufacturing or marketing of pork products. (Used by funds managed according to Islamic principles)	-

This table summarizes the investment screens used by SRI mutual funds. In the last column, the '-' refers to a negative screen, whereas '+' refers to a positive one. Data are compiled from Social Investment Forum (2003, p. 42) and the Natural Capital Institute (www.responsibleinvesting.org).

E. La théorie du portefeuille (ABC Bourse, s. d.; Poncet & Portrait, 2010, p. 800-806)

Le rendement d'un portefeuille est la somme des rendements de chaque actif le composant (pondérés par leur poids): $E(R_p) = \sum_i w_i E(R_i)$, avec $\sum_i w_i = 1$ (Poncet & Portrait, 2010, p. 801). Le risque est défini par la volatilité du portefeuille, ce qui correspond à son écart-type : $\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$, où σ_p^2 est la variance de portefeuille (ABC Bourse, s. d.).

Exemple : la variance d'un portefeuille de deux actifs (ABC Bourse, s. d.):

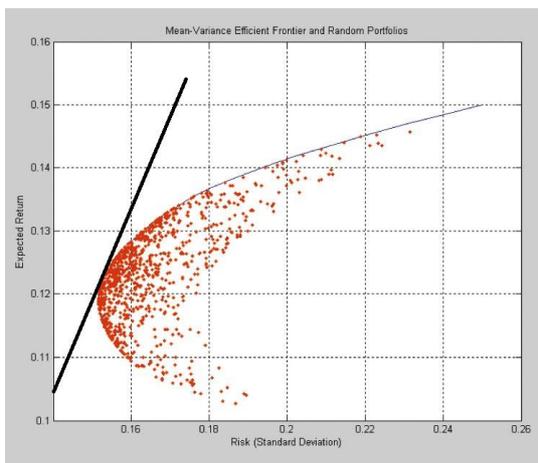
$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$$

Où $\sigma_{ij} = \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$: covariance entre deux actifs, et ρ_{ij} : la corrélation entre les deux actifs.

Pour Markowitz, un portefeuille efficace est caractérisé par une variance minimum pour une espérance de rentabilité donnée. La frontière d'efficacité qui correspond à l'ensemble des portefeuilles efficaces se trouve en résolvant ce problème d'optimisation (Poncet & Portrait, 2010):

$$\min \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij}, \text{ sous la contrainte : } E(R_p) = \sum_i w_i E(R_i), \text{ avec } \sum_i w_i = 1$$

Cela permet de tester les combinaisons d'actifs avec différentes pondérations afin de connaître le risque et la rentabilité de chaque combinaison (ABC Bourse, s. d.). La diversification par la sélection d'actifs plus ou moins corrélés permet d'optimiser le couple risque/rendements et d'atteindre le niveau espéré du portefeuille.



Source : ABC Bourse (s. d.).

Chaque point représente un portefeuille. La courbe correspond à la frontière d'efficacité. Il existe également des actifs sans risque. La droite représente l'introduction de titre sans risque dans le portefeuille (ABC Bourse, s. d.). L'ordonnée à l'origine correspond à un portefeuille 100% sans risque et le point de tangence avec la frontière d'efficacité correspond à un portefeuille 100% risqué (ABC Bourse, s. d.).

F. Le modèle CAPM (ABC Bourse, s. d.; Poncet & Portrait, 2010, p. 806-810)

La rentabilité espérée de l'actif (ABC Bourse, s. d.) :

$\mu_i = r + \beta_i(\mu_m - r)$, où r est le taux sans risque, β_i est le beta de l'actif (c'est-à-dire son risque), et μ_m est la rentabilité espérée du marché. $\mu_m - r$ est la prime de risque offerte par le marché.

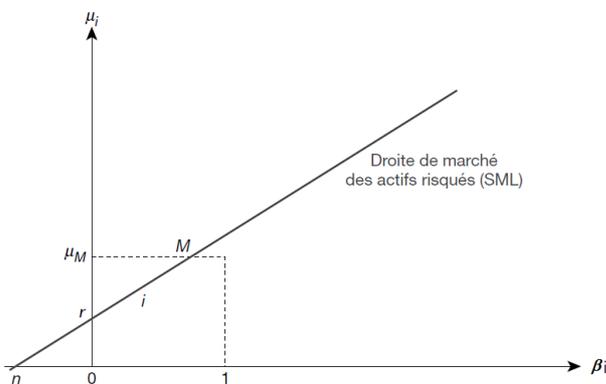
Le beta de l'actif (Poncet & Portrait, 2010, p. 809) :

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(\mu_i, \mu_m)}{\text{var}(\mu_m)} = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Les auteurs expliquent qu'il correspond à la sensibilité de la prime de risque de l'actif aux fluctuations de la prime de risque du marché. Plus il est proche de 1, plus les variations de l'actif seront équivalentes à celles du marché (Poncet & Portrait, 2010).

La comparaison du rendement espéré de l'actif, calculé avec le modèle, avec le rendement prévu permet de déterminer si l'investisseur doit acheter le titre ou non (il y a achat lorsque le rendement espéré est supérieur ou égal à la valeur prévue) (ABC Bourse, s. d.).

Ceci correspond à un modèle de prix d'équilibre (Poncet & Portrait, 2010) : le cours des titres doivent être tels que le marché rapporte μ_m et chaque titre μ_i . La prime de risque dépend de l'aversion au risque des investisseurs (Poncet & Portrait, 2010). A l'équilibre, les points de chaque titre doivent être situés sur cette droite de marché avec la prime de risque proportionnelle au risque (β_i) (Poncet & Portrait, 2010).



Source : Poncet & Portrait (2010, p. 810). Modèle CAPM.

G. Le modèle ATP (ABC Bourse, s. d.; Poncet & Portrait, 2010, p. 815-818)

Le rendement espéré d'un actif j (ABC Bourse, s. d.):

$E(r_j) = r_f + b_{j1}\lambda_1 + b_{j2}\lambda_2 + \dots + b_{jn}\lambda_n$, où r_f est le rendement de l'actif sans risque, λ_n est la valeur de la prime de risque associé au nième facteur influençant le cours de l'actif, et b_{jn} est le beta qui représenta l'impact sur l'actif du facteur d'influence.

La prime de risque est égale à la différence entre le rendement de l'actif dû au facteur d'influence k et le rendement de l'actif sans risque (Poncet & Portrait, 2010, p. 817): $\lambda_k = \delta_k - r_f$.

Il y a trois étapes pour sa réalisation (ABC Bourse, s. d.) : la première consiste à identifier les facteurs qui impactent le rendement de l'actif, ensuite il faut mesurer cet impact. La dernière étape consiste à estimer la valeur de la prime de risque associée aux facteurs (ABC Bourse, s. d.). C'est seulement après ces trois étapes que la rentabilité espérée peut être calculée.

Ce modèle est plus réaliste que le CAPM car il considère un nombre illimité de facteurs d'influence, mais de ce fait il est beaucoup plus compliqué à mettre en œuvre et moins utilisé dans le monde de la finance que le CAPM (ABC Bourse, s. d.).

H. Résultats de la seconde comparaison de l'étude de Sauer (1997, p. 147)

Table 4. Comparison of the Domini Social Equity Mutual Fund with the Vanguard Index 500 Mutual Fund and the Vanguard Index Extended Mutual Fund for the Period July 1991 through 1994

	<i>DSE</i>	<i>VI-500</i>	<i>VI-Extended</i>		
A. Raw Returns:					
\bar{r}	0.0077	0.0076	0.0101		
t^1		0.02	-0.34		
Prob > t		0.99	0.73		
σ	0.0301	0.0296	0.0317		
F^2		1.03	1.11		
Prob > F		0.92	0.74		
B. Jensen's Alpha: $(R_{pt} - R_{ft}) = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft})$					
		α_p	β_p	α_p	β_p
Parameter		0.0002	0.9755	-0.0012	0.8347
t		0.16	21.41	-0.50	11.54
Prob > t		0.87	0.00	0.62	0.00
C. Sharpe Index: $H_0: SI(DSE) - SI(VI) = 0$					
Δ Sharpe Index ³		0.00000		-0.00006	
Z^4		0.02		0.84	
Prob > Z		0.98		0.40	

Notes: ¹ t-test for the difference in average monthly returns between the Domini Social Equity Mutual Fund and competing mutual fund.

² F-test for the difference in volatility between the Domini Social Equity Mutual Fund and the competing mutual fund.

³ Jobson and Korkie (1981) transformed difference for the Sharpe Index.

⁴ Z-test for the difference between the Sharpe Index for the Domini Social Equity Mutual Fund and the competing mutual fund.

I. Résultats de l'étude de Saadaoui (2009, p. 24-26)

Tableau 4 – Le MEDAF : régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et des fonds traditionnels avec le CAC 40 (janvier 1994/janvier 1997)

FSR	α	β	Obs	R^2_{ajus}	FC	α	β	Obs	R^2_{ajus}
FE1	-0,18	*0,87	79	0,68	FC1	-0,10	*0,64	79	0,92
FE2	-0,33	*0,98	75	0,70	FC2	*-2,10	*1,81	79	0,66
FE3	-0,18	*0,82	56	0,91	FC3	0,11	*0,94	58	0,97
FE4	-0,04	*0,85	87	0,89	FC4	-0,11	*1,18	82	0,89
FE5	0,14	*1,03	80	0,87	FC5	**0,50	*0,92	85	0,83
FE6	-0,03	*0,92	67	0,92	FC6	-0,13	*0,83	68	0,77
FE7	0,09	*0,81	91	0,72	FC7	0,64	*1,26	91	0,35
FE8	-0,01	*1,02	30	0,82	FC8	0,03	*0,97	37	0,91
FE9	-0,07	*1,03	30	0,82	FC9	-0,43	*0,72	31	0,67
FE10	-0,04	*0,86	101	0,88	FC10	0,29	*0,92	104	0,76
FE11	-0,11	*0,76	121	0,79	FC11	***-0,26	*0,81	121	0,86
Moy.	-0,07	0,90	74	0,82	Moy.	-0,14	1,00	76	0,78

* Significatif au seuil de 1 %, ** Significatif au seuil de 5 %, *** Significatif au seuil de 10 %.

Tableau 5 – Le MEDAF : régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et des fonds traditionnels avec l'ASPEZ (janvier 1994/janvier 1997)

FSR	α	β	Obs	R^2_{ajus}	FC	α	β	Obs	R^2_{ajus}
FE1	-0,10	*0,87	79	0,70	FC1	-0,04	*0,62	79	0,89
FE2	-0,41	*0,91	75	0,67	FC2	*-2,10	*1,73	79	0,67
FE3	-0,19	*0,78	56	0,92	FC3	0,09	*0,87	58	0,94
FE4	-0,05	*0,81	87	0,90	FC4	-0,12	*1,11	82	0,87
FE5	0,08	*1,00	80	0,89	FC5	**0,51	*0,88	85	0,82
FE6	-0,03	*0,85	67	0,91	FC6	-0,13	*0,77	68	0,76
FE7	0,11	*0,77	91	0,73	FC7	0,67	*1,18	91	0,35
FE8	-0,08	*1,00	30	0,79	FC8	0,18	*0,86	37	0,80
FE9	-0,14	*1,00	30	0,79	FC9	-0,41	*0,66	31	0,59
FE10	-0,01	*0,83	101	0,88	FC10	0,33	*0,90	104	0,77
FE11	-0,30	*0,76	121	0,75	FC11	***-0,37	*0,80	121	0,83
Moy.	-0,10	0,87	74	0,81	Moy.	-0,13	0,95	76	0,75

* Significatif au seuil de 1 %, ** Significatif au seuil de 5 %, *** Significatif au seuil de 10 %.

Tableau 6 – Le modèle de H&M : régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et des fonds traditionnels avec le CAC 40 (janvier 1994/janvier 1997)

FSR	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}	FC	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}
FE1	-0,30	*0,85	0,05	0,68	FC1	-0,12	*0,64	0,01	0,92
FE2	***0,80	*1,20	*-0,55	0,72	FC2	0,13	*2,27	***-1,01	0,68
FE3	0,07	*0,87	-0,10	0,91	FC3	0,20	*0,95	-0,04	0,97
FE4	0,20	*0,90	-0,12	0,89	FC4	0,01	*1,20	-0,06	0,89
FE5	0,22	*1,05	-0,04	0,87	FC5	*1,26	*1,08	**0,39	0,84
FE6	0,27	*0,98	-0,15	0,92	FC6	**0,73	*1,00	*-0,43	0,79
FE7	0,27	*0,84	-0,08	0,72	FC7	-0,10	*1,10	0,36	0,35
FE8	0,10	*1,10	-0,11	0,82	FC8	-0,12	*0,88	0,14	0,91
FE9	0,05	*1,10	-0,11	0,82	FC9	*-1,02	0,36	0,56	0,69
FE10	0,02	*0,87	-0,03	0,88	FC10	0,20	*0,90	0,04	0,76
FE11	0,41	*0,86	-0,21	0,80	FC11	-0,14	*0,84	-0,05	0,86
Moy.	0,19	0,97	-0,13	0,82	Moy.	0,09	1,02	-0,08	0,79

* Significatif au seuil de 1 %, ** Significatif au seuil de 5 %, *** Significatif au seuil de 10 %.

Tableau 7 – Le modèle de H&M : régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et des fonds traditionnels avec l'ASPEZ (janvier 1994/janvier 1997)

FSR	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}	FC	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}
FE1	-0,36	*0,82	0,09	0,70	FC1	0,16	*0,66	-0,08	0,89
FE2	**0,98	*1,19	*-0,65	0,71	FC2	1,05	*2,40	*-1,39	0,71
FE3	***0,44	*0,90	*-0,25	0,93	FC3	**0,61	*0,97	**0,21	0,95
FE4	**0,47	*0,92	*-0,24	0,91	FC4	0,26	*1,20	-0,19	0,88
FE5	0,36	*1,05	-0,13	0,89	FC5	*1,50	*1,09	*-0,48	0,85
FE6	0,40	*0,94	**0,20	0,91	FC6	**0,82	*0,96	*-0,44	0,79
FE7	**0,75	*0,91	**0,30	0,74	FC7	0,30	*1,10	0,17	0,34
FE8	**0,78	**0,64	0,60	0,80	FC8	-0,03	*0,76	0,18	0,80
FE9	**0,83	**0,65	0,59	0,80	FC9	*-1,55	0,12	**0,94	0,66
FE10	0,41	*0,93	**0,19	0,88	FC10	0,50	*0,94	-0,08	0,77
FE11	0,31	*0,89	**0,26	0,75	FC11	-0,36	*0,80	-0,01	0,83
Moy.	0,19	0,89	-0,09	0,82	Moy.	0,30	1,00	-0,14	0,77

* Significatif au seuil de 1 %, ** Significatif au seuil de 5 %, *** Significatif au seuil de 10 %.

J. Résultats de l'étude de (Burcalu et al., 2004, p. 10-11,13-16)

Tableau 2
Moyennes et médianes des mesures de performance

Type de mesures	Type fonds	
	Ethiques	Conventionnels
<i>Mesures avec risque total</i>		
Sharpe	0,178 (0,186)	0,189 (0,193)
Modigliani – Modigliani (%)	-2,17 (-2,15)	-1,69 (-1,59)
<i>Mesures avec risque systématique et indice S&P 500</i>		
Bêta	0,95 (0,96)	0,99 (0,99)
Alpha de Jensen (%)	-0,03 (-0,03)	-0,04 (0,02)
R ²	0,64 (70)	0,69 (0,71)
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	22 (0)	772 (29)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	28 (6)	916 (149)
Jensen ajusté (%)	-1,14 (-1,12)	-0,89 (-1,02)
<i>Mesures avec risque systématique et indice CRSP</i>		
Modigliani- Modigliani (%)	-1,35 (-1,2)	-0,81 (-0,63)
Bêta	0,91 (0,91)	0,93 (0,92)
Alpha de Jensen (%)	-0,005 (-0,02)	0,0002 (0,018)
R ²	0,72 (0,76)	0,76 (0,8)
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	26 (0)	890 (49)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	24 (4)	798 (133)
Jensen ajusté (%)	-0,47 (-0,58)	-0,02 (0,08)

Tableau 3

Market timing des fonds éthiques et conventionnels

	Type de fonds	
	Ethiques	Conventionnels
Modèle de Henriksson et Merton		
Alpha (%)	0,09	-0,08
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	23 (1)	634 (22)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	27 (2)	1054 (105)
Bêta 1	0,89	0,95
Beta2	-0,04	0,04
Nb beta2 positifs (significatifs à 10%)	21 (0)	1104 (35)
Nb beta2 négatifs (significatifs à 10%)	29 (1)	584 (16)
R2	0,73	0,76

Tableau 4

Fonds éthique versus gestion indicielle éthique (FTSE4 Good)

Performance	Type fonds	
	Ethiques	Conventionnels
Bêta	0,75	0,78
Alpha (%)	-0,05	-0,06
R ²	0,61	0,66
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	21 (0)	676 (17)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	29 (4)	1012 (90)
Jensen ajusté (%)	-1,42	-1,05
Moyenne de MM (%)	-2,80	-2,28

Tableau 5

Market timing (calculs avec indice FTSE 4 Good)

Performance	Type fonds	
	<i>Ethiques</i>	<i>Conventionnels</i>
<i>Modèle de Henriksson et Merton</i>		
Alpha (%)	1,28	1,05
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	47 (21)	1620 (554)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	3 (0)	68 (0)
Bêta 1	0,49	0,56
Bêta 2	-0,53	-0,45
Nb beta2 positifs (significatifs à 10%)	0 (0)	44 (0)
Nb beta2 négatifs (significatifs à 10%)	50 (33)	1644 (906)
R²	0,64	0,68

K. Résultats de l'étude de (Climent & Soriano, 2011, p. 281,282,284)

TABLE III
Empirical results for 1-factor regressions (S&P500)

	α	β	Adj. R^2
Portfolio			
Green (1)	-0.74 (-0.30)*	0.97 (16.58)***	0.67
SRI (2)	0.44 (0.40)	0.85 (24.82)***	0.90
Conventional (3)	3.19 (2.31)**	0.91 (22.44)***	0.86
Differences			
(1) - (2)	-1.17 (-0.61)	0.12 (2.63)***	0.04
(1) - (3)	-3.93 (-2.36)**	0.06 (1.37)	0.01

TABLE IV
Empirical results for 1-factor regressions using a green equity index

	α	β	Adj. R^2
Portfolio			
Green (1)	-3.61 (-1.45)	1.00 (15.51)***	0.92
SRI (2)	3.38 (-1.22)	0.74 (18.56)***	0.87
Conventional (3)	-2.68 (-0.90)	0.82 (16.85)***	0.88
Differences			
(1) - (2)	-0.22 (-0.07)	0.26 (5.51)***	0.49
(1) - (3)	-0.93 (-0.35)	0.18 (5.53)***	0.35

TABLE V
Empirical results for 1-factor regressions using a SRI equity index

	α	β	Adj. R^2
Portfolio			
Green (1)	-3.8 (-1.21)	0.89 (11.91)***	0.59
SRI (2)	-2.10 (-1.57)	0.83 (22.95)***	0.88
Conventional (3)	0.86 (0.47)	0.84 (16.86)***	0.81
Differences			
(1) - (2)	-1.69 (-0.76)	0.06 (1.23)	0.01
(1) - (3)	-4.66 (-2.31)**	0.05 (1.23)	0.01

TABLE VII
Multifactor regression results. Sub-period analysis

	α	β	SMB	HML	MOM	Adj. R^2
<i>Panel A: 1987:03–2001:03</i>						
Portfolio						
Green (1)	-5.88 (0.002) **	0.95 (0.04)***	0.39 (0.06)***	0.35 (0.09)***	-0.02 (0.06)	0.77
SRI (2)	-1.53 (0.001)	0.79 (0.04)***	-0.02 (0.03)	0.03 (0.04)	-0.003 (0.02)	0.92
Conventional (3)	-0.44 (-0.001)	0.94 (0.03)***	0.15 (0.04)***	0.23 (0.05)***	-0.02 (0.03)	0.94
Differences						
(1) - (2)	-4.35 (0.002)*	0.15 (0.04)***	0.42 (0.05)***	0.32 (0.09)***	-0.01 (0.05)	0.27
(1) - (3)	-5.44 (0.002)**	0.004 (0.06)	0.25 (0.06)***	0.12 (0.08)	0.002 (0.05)	0.09
<i>Panel B: 2001:04–2009:12</i>						
Portfolio						
Green (1)	-0.96 (0.002)	1.17 (0.09)***	0.39 (0.08)***	-0.21 (0.07)***	0.05 (0.06)	0.90
SRI (2)	-2.08 (0.001)	0.92 (0.03)	0.10 (0.03)	0.03 (0.03)	0.02 (0.03)	0.98
Conventional (3)	0.86 (0.001)	0.99 (0.06)***	0.20 (0.05)***	0.05 (0.06)	0.06 (0.04)	0.95
Differences						
(1) - (2)	1.12 (0.001)	0.25 (0.06)***	0.29 (0.06)***	-0.24 (0.06)***	0.02 (0.04)	0.46
(1) - (3)	-1.82 (0.001)	0.18 (0.04)***	0.20 (0.07)***	-0.26 (0.05)***	-0.01 (0.04)	0.38

L. Résultats de l'étude de Bauer et al. (2004, p. 1761,1764)

Table 5
4-Factor Carhart Model

Country/region	4-factor Alpha	Market	SMB	HML	Mom	R ² _{adj}
Germany						
<i>International</i>						
Ethical	-3.81**	0.73***	0.33***	-0.03*	0.05**	0.82
Conventional	-1.40	0.79***	0.17*	-0.00	0.13**	0.79
Difference	-2.41	-0.06**	0.16**	-0.03	-0.08**	0.12
United Kingdom						
<i>Domestic</i>						
Ethical	0.37	0.83***	0.47***	-0.05***	0.04**	0.93
Conventional	-1.41	0.94***	0.31***	0.30***	0.10**	0.89
Difference	1.78	-0.11***	0.16***	-0.35***	0.06	0.27
<i>International</i>						
Ethical	2.26	0.80***	0.71***	-0.12***	0.13***	0.80
Conventional	0.37	0.85***	0.05***	0.06**	-0.02	0.91
Difference	1.89	-0.05**	0.65***	-0.18***	0.15***	0.19
United States						
<i>Domestic</i>						
Ethical	-0.46	0.91***	0.08***	0.01	-0.01*	0.96
Conventional	-1.21	0.98***	0.15***	0.10**	0.00	0.95
Difference	0.75	-0.07**	-0.07**	-0.09*	-0.01	0.09
<i>International</i>						
Ethical	-0.97	0.92***	-0.04	0.06	0.20***	0.89
Conventional	-1.12	0.93***	0.27***	0.09**	0.11***	0.91
Difference	0.15	-0.01	-0.31***	-0.03	0.09**	0.18

Table 8
Ethical indices 1994-2000

Country/region	CAPM alpha	Market	R ² _{adj}	DJSI alpha	Market	R ² _{adj}	EIRIS alpha	Market	R ² _{adj}	DSI alpha	Market	R ² _{adj}
Germany												
<i>International</i>												
Ethical	-0.99	0.77***	0.84	-3.20	0.69***	0.67						
United Kingdom												
<i>Domestic</i> [#]												
Ethical	-1.00	0.83***	0.80				-1.12	0.82***	0.80			
<i>International</i>												
Ethical	1.12	0.70***	0.60	-1.91	0.62***	0.50						
United States												
<i>Domestic</i>												
Ethical	-0.92	0.92***	0.97	-0.27	0.66***	0.71				-1.83	0.84***	0.85
<i>International</i>												
Ethical	0.73	0.99***	0.87	-3.12	0.90***	0.83						

M. Détails mathématique de l'étude de Basso et Funari (2010)

L'indicateur du niveau de responsabilité sociale (p. 3):
$$e_j = \omega^N \frac{n_j^N}{n^N} + \omega^P \frac{n_j^P}{n^P} + \omega^C C_j$$

- n_j^N and n_j^P : le nombre de critères positifs et négatifs du fonds j .
- L : la valeur maximale du niveau de responsabilité pouvant être attribué, $[0, L]$.
- n^N and n^P : le nombre total de critères positifs et négatifs.
- C_j : variable étant égale à 1 si le fonds a un comité éthique et 0 dans le cas contraire.
- ω^N, ω^P and ω^C : poids positifs tels que $L = \omega^N + \omega^P + \omega^C$.

Le modèle de DEA-S (p. 7,8):

$$\max_{\{u, v_i\}} \frac{u\bar{U}_{j_0}}{v_1 + v_2\sigma_{j_0} + v_3c_{Ij_0} + v_4c_{Ej_0}} \quad \text{sous les contraintes :} \quad \frac{u\bar{U}_j}{v_1 + v_2\sigma_j + v_3c_{Ij} + v_4c_{Ej}} \leq 1 \quad j = 1, 2, \dots, n$$

$$u \geq \varepsilon,$$

$$v_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, 3, 4$$

Avec

$\{1, 2, \dots, n\}$	is the set of mutual funds considered
\bar{U}_j	is the capitalisation factor of fund $j \in \{1, 2, \dots, n\}$
σ_j	is the historical volatility of fund j , i.e. the standard deviation of the returns of fund j
c_{Ij}	is the initial charge of fund j
c_{Ej}	is the exit charge of fund j
u	is the weight assigned to the capitalisation factor \bar{U}_j
v_1	is the weight assigned to the unit initial investment
v_2	is the weight assigned to the standard deviation σ_j
v_3	is the weight assigned to the initial charge c_{Ij}
v_4	is the weight assigned to the exit charge c_{Ej}
ε	is a non-archimedean constant that prevents the weights from vanishing.

$$\Rightarrow I_{j_0, DEA-S} = \frac{u^*\bar{U}_{j_0}}{v_1^* + v_2^*\sigma_{j_0} + v_3^*c_{Ij_0} + v_4^*c_{Ej_0}}$$

Le modèle de DEA-SE (p. 9):

$$\max_{\{u_r, v_i\}} \frac{u_1U_{j_0} + u_2e_{j_0}}{v_1 + v_2\sigma_{j_0} + v_3c_{Ij_0} + v_4c_{Ej_0}} \quad \text{sous les contraintes :} \quad \frac{u_1\bar{U}_j + u_2e_j}{v_1 + v_2\sigma_j + v_3c_{Ij} + v_4c_{Ej}} \leq 1 \quad j = 1, 2, \dots, n$$

$$u_r \geq \varepsilon \quad r = 1, 2$$

$$v_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, 3, 4,$$

$$\Rightarrow I_{j_0, DEA-SE} = \frac{u_1^*\bar{U}_{j_0} + u_2^*e_{j_0}}{v_1^* + v_2^*\sigma_{j_0} + v_3^*c_{Ij_0} + v_4^*c_{Ej_0}}$$

Le modèle de DEA-SEef (p. 10, 12):

$$\max \quad z_0 + \varepsilon s_1^+ + \varepsilon s_2^+ + \varepsilon \sum_{i=1}^4 s_i^- \quad \text{sous les contraintes :}$$

$$\bar{U}_{j_0} z_0 - \sum_{j=1}^n \bar{U}_j \lambda_j + s_1^+ = 0 \quad \sum_{j=1}^n c_{Ij} \lambda_j + s_3^- = c_{Ij_0}$$

$$e_{j_0} z_0 - \sum_{j=1}^n e_j \lambda_j + s_2^+ = 0 \quad \sum_{j=1}^n c_{Ej} \lambda_j + s_4^- = c_{Ej_0}$$

$$\sum_{j=1}^n \lambda_j + s_1^- = 1 \quad \lambda_j \geq 0 \quad j = 1, 2, \dots, n$$

$$\sum_{j=1}^n \sigma_j \lambda_j + s_2^- = \sigma_{j_0} \quad s_r^+ \geq 0 \quad r = 1, 2$$

$$z_0 \quad \text{unconstrained,} \quad s_i^- \geq 0 \quad i = 1, 2, 3, 4$$

$\Rightarrow I_{j_0, DEA-SEef}$ est la réciproque de la valeur optimale de z_0 .

Executive summary

This thesis is about the socially responsible investments (SRI) which are the financial equivalent of the corporate social responsibility (management style in the field of sustainable development). The objective of this work is to find out if those funds out- or underperform conventional funds. In order to understand and to manage properly this financial approach, a chapter is dedicated to the history since the 19th century of the SRI and to its current status. Different stages of evolution which explain the present philosophy are to discover. This is followed by a next chapter about the industry around the SRI, presenting different actors and service suppliers of paramount importance. The second half concerns the investors' decision criteria and the methodologies for the performance assessment. This includes a review of the different SRI practices and the theories and tools that are used to make the assessment. The last chapter analyses several studies on the SRI financial performance compared to the conventional funds' one, with the aim to obtain a clear answer on the question: does socially responsibility punish or penalize performance? The conclusion is that there is no difference between socially responsible and conventional funds concerning the performance due to the integration of extra-financial criteria. However, if there is a difference it finds its explanation in the characteristics and the management of the fund.

Ce mémoire a comme thème les investissements socialement responsables (ISR), qui sont l'équivalent financier de la responsabilité sociale des entreprises (style de management qui s'inscrit dans le développement durable). L'objectif de ce travail est de savoir si ces investissements sur- ou sous-performent les fonds traditionnels. De manière à comprendre et à maîtriser correctement cette approche financière, un chapitre est dédié à l'histoire de l'ISR depuis le 19^{ème} siècle, ainsi qu'à son statut actuel. Différentes étapes d'évolution qui expliquent la philosophie d'aujourd'hui sont à découvrir. Ceci est suivi par un chapitre sur l'industrie autour de l'ISR, présentant les différents acteurs et fournisseurs de services d'importance majeure. La seconde moitié concerne les critères de décision des investisseurs et les méthodologies d'évaluation de performance. Ceci inclut les différentes pratiques de l'ISR et les théories et les outils d'évaluation. Le dernier chapitre analyse plusieurs études sur la performance financière de l'ISR, comparé à celle des fonds traditionnels, dans le but d'obtenir une réponse à la question : le socialement responsable pénalise-t-il la performance ? La conclusion est qu'il n'y a pas de différence de performance entre les fonds socialement responsables et les fonds conventionnels dû à l'intégration de critères extra-financiers. Cependant s'il y a une différence, elle est due aux caractéristiques, à la gestion et à la période étudiée du fonds.