



**HAL**  
open science

## Investissement socialement responsable : norme en devenir ou phénomène éphémère ?

Jonathan Goncalves

► **To cite this version:**

Jonathan Goncalves. Investissement socialement responsable : norme en devenir ou phénomène éphémère?. Gestion et management. 2013. dumas-00934228

**HAL Id: dumas-00934228**

**<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-00934228>**

Submitted on 21 Jan 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Mémoire de stage

*Investissement socialement responsable :*

*Norme en devenir ou phénomène éphémère ?*



**BNP PARIBAS**  
La banque d'un monde qui change

Présenté par : Jonathan GONCALVES  
Enseignant-tuteur : Pascal LOUVET  
Maître de stage : Patrick RADIX  
Entreprise : BNP PARIBAS

Master FINANCE – Spécialité GESTION DE PATRIMOINE  
Année 2012-2013



## *Remerciements*

Je tiens tout d'abord à remercier Monsieur Jean-Laurent BONNAFE, Directeur Général de BNP Paribas pour m'avoir offert l'opportunité d'effectuer un stage au sein de BNP Paribas.

Je tiens également à remercier Monsieur Alain COLLOMB, Directeur du Groupe Savoies-Leman ainsi que Monsieur Raymond MICHEL, Responsable de la Gestion des Ressources Humaines, pour leur accueil dans le groupe et leur confiance.

Je tiens ensuite à témoigner toute ma reconnaissance aux personnes suivantes, pour m'avoir fait partager leurs expériences et m'avoir permis de mettre en pratique les connaissances acquises au cours mon cursus universitaire au cours d'un stage professionnalisant et concret :

Monsieur Olivier PERRIERE, Directeur de l'Entité d'Annemasse ainsi que Monsieur Patrick RADIX, Directeur de l'agence d'Annemasse, pour leur accueil, leur disponibilité et le soutien apporté tout au long de ce stage.

Monsieur Pascal LOUVET, Professeur en Finance à l'IAE Grenoble, Vice-Président chargé du Conseil d'Administration et des finances de l'Université Pierre Mendès-France, maître de stage pour son suivi lors de l'élaboration de ce mémoire.

Mlle Domenica ZEMA, Conseiller Accueil, M Yacine RACHID, Conseiller Clientèle, Mlle Emilie RICHARD, Conseiller de Clientèle Particuliers, M Anthony FOURNIER, Conseiller en Développement de Patrimoine, M David SERVAIS, Mme Angélique TRAMOLAY, Mlle Céline AMEF, et surtout Mlle Amandine COURVOISIER, Conseillers en Patrimoine Financier, pour le temps qu'ils m'ont accordé afin de répondre à mes interrogations et me faire partager leur savoir-faire et leur expérience.

Je remercie enfin Valérie QUENOT, Conseiller en Patrimoine Financier, M Pierre CHOMETTE, Véronique PEREZ PELTIER, chargés d'affaires professionnels, Mme Béatrice JANEX, ainsi que le personnel de l'agence de Gaillard pour leur hospitalité et leur coopération professionnelle tout au long de ces six mois.

## Résumé

L'investissement socialement responsable a récemment été défini par l'Association Française de la Gestion Financière (AFG) et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) comme « un placement visant à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable ». Ainsi, la mise en œuvre d'une stratégie ISR peut revêtir différentes formes, basées sur l'exclusion, la sélection positive ou le dialogue avec les entreprises. Bien qu'il soit encore assez mal maîtrisé, son évolution permanente prouve que c'est une notion qui passionne.

Ses origines sont religieuses, d'abord dans les textes fondateurs des religions abrahamiques, puis à travers la communauté religieuse des quakers au 18<sup>ème</sup> siècle aux Etats-Unis. Premiers à étendre leurs principes moraux à leurs investissements financiers, ils mettent en place les fondations d'un courant qui entrera progressivement dans les mœurs après le conflit vietnamien et l'apartheid en Afrique du Sud, avant de s'octroyer une place de choix dans les marchés du monde entier. Si le marché américain fait figure de pionnier, l'Europe est actuellement la zone la plus dynamique et la plus innovante en la matière. Avec un marché en plein essor, l'ISR se répand sur le vieux continent avec des spécificités culturelles marquées qui rendent le marché très hétérogène.

Comme tout phénomène en croissance, il a attiré l'intérêt de nombreux professionnels de la finance, tant les sociétés de gestion ne souhaitant pas manquer le wagon, que les académiques, désireux de comprendre les tenants et aboutissants de ce concept complexe qui suscite les débats. Les études sur le sujet se sont donc multipliées dès 1995, tentant tour à tour de déceler les externalités positives de l'investissement socialement responsable, tant sur la société que sur l'entreprise ou sur la performance retirée par l'investisseur. Les avis divergent au sein de la littérature, certains défendant l'hypothèse d'un effet positif pour l'investisseur, d'autres affirmant son effet négatif et enfin une troisième catégorie supportant l'hypothèse d'un impact nul.

Malgré la pléiade d'études, il n'apparaît pour le moment pas de consensus quant à la présence d'un impact clair et récurrent de l'intégration de critères extra-financiers dans les choix d'investissement sur la performance de ce dernier. En effet, les résultats sont divers et variés, bon nombre admettant toutefois que l'investissement socialement responsable jouit de performances similaires à l'investissement classique. Un constat ne semble quant à lui souffrir d'aucune contestation, à savoir l'existence de nombreux cas particuliers et d'une multitude de différences méthodologiques dans les études menées.

Dès lors ces fondements posés, nous avons procédé à une étude empirique afin de vérifier la présence d'une différence de performance entre l'ISR et l'investissement traditionnel. Pour ce faire, nous avons étudié un indice ISR ainsi qu'un échantillon de fonds ISR investis dans des actions européennes ou de la zone euro. Nos résultats corroborent l'absence de différence significative entre les performances des deux types d'investissement mais soulèvent une interrogation quant à l'évolution des performances en fonction des cycles économiques.

## Sommaire

Remerciements .....	1
Résumé .....	2
Sommaire .....	3
Propos liminaires.....	4
I. L'ISR, un concept en construction.....	5
A. Descriptif .....	5
1. Une définition à géométrie variable .....	5
2. A chacun son ISR .....	7
B. La construction de l'ISR .....	10
1. Un socle culturel fort.....	10
2. Les quakers .....	10
3. Les Etats-Unis, berceau de l'ISR .....	10
4. L'héritage de la guerre du Vietnam.....	11
5. La mobilisation contre l'Apartheid en Afrique du Sud.....	12
6. L'environnement comme oxygène.....	13
7. Evolution de l'ISR jusqu'à nos jours.....	14
C. Le marché Européen de l'ISR .....	15
1. L'exclusion spécifique .....	15
2. L'exclusion normative .....	16
3. L'approche thématique.....	16
4. La sélection ESG .....	17
5. Les stratégies molles : intégration.....	18
6. L'activisme actionnarial.....	18
D. L'ISR en France .....	20
1. Un marché structuré et un cadre règlementaire favorable.....	20
2. Le marché français en 2012 .....	22
3. Etat des lieux des stratégies .....	24
4. Perspectives .....	25
II. La responsabilité peut-elle être gage de performance ? .....	27
A. Débat théorique .....	27
1. Impact négatif .....	28
2. Impact positif .....	29
3. Impact nul .....	31
B. Panorama des études .....	32
1. Historique des études .....	32
2. Conclusion.....	36
III. Etude empirique et développements .....	37
A. Méthodologie employée pour évaluer la performance de l'ISR .....	37
B. Etude de la performance de l'indice ASPI Eurozone.....	40
C. Etude de la performance d'un échantillon de fonds labellisés .....	44
D. Conclusion sur les performances de l'ISR et développement .....	49
Conclusion Générale .....	52
Annexes.....	54
Bibliographie .....	60

## *Propos liminaires*

Depuis une quinzaine d'années, le monde s'intéresse, s'informe voire se passionne pour l'investissement socialement responsable. En réponse à une progressive prise de conscience des enjeux tant environnementaux que sociétaux auxquels nous faisons face, les firmes, également soucieuses de leur réputation, ont pris des initiatives en vue de modifier leurs comportements et les impacts de leur activité. Cette volonté répond à une réelle demande des investisseurs, qu'il s'agisse d'institutionnels ou de particuliers, désireux de conformer leurs choix d'investissement avec leurs convictions morales et éthiques. Cette démarche correspond à l'ISR, plaçant à des degrés d'importance équivalents les performances financières et extra-financières des entreprises.

Phénomène en plein essor, il semble toutefois pâtir d'un manque de transparence et de simplicité pour des investisseurs non avertis. En effet, complexe mais surtout hétérogène, l'investissement socialement responsable dispose d'autant de spécificités et de définitions que de croyances morales, ce qui en fait un sujet d'étude idéal pour les académiques. Qu'ils soient convaincus ou sceptiques, un nombre considérable de praticiens a étudié le sujet. La plupart des études visent à traiter la question de la performance de l'investissement socialement responsable, la réponse semblant représenter la clé de son avenir et de son expansion auprès du mainstream. Les résultats de ces nombreuses études demeurent hétérogènes avec l'opposition de deux thèses et l'apparition progressive d'une vision plus modérée et pragmatique, si bien qu'il nous semble judicieux de porter un regard exhaustif à l'investissement responsable afin d'en comprendre les caractéristiques et d'en percevoir les spécificités.

De ce fait, l'objectif de ce mémoire consiste tout d'abord à assimiler ce qu'est l'ISR en décrivant notamment ses origines, son évolution ainsi que l'état du marché. Ensuite, il s'agira d'en fournir les tenants et aboutissants afin de comprendre s'il est raisonnable d'attendre de l'ISR des performances convaincantes à travers le passage en revue du débat théorique et un vaste panorama de la littérature académique sur le sujet.

Enfin, nous réaliserons une étude empirique portant sur l'étude de la performance d'un indice éthique puis de fonds ISR en comparaison à des investissements conventionnels. De cette manière nous pourrions établir nos propres constatations quant à la performance de cet investissement.

## I. L'ISR, un concept en construction

### A. Descriptif

#### 1. Une définition à géométrie variable

« Nous n'héritons pas de la Terre de nos ancêtres, nous l'empruntons à nos enfants »<sup>1</sup>

Le mouvement prend sa source dans l'application à la gestion de portefeuille de principes selon lesquels tout modèle économique doit respecter tant l'homme que l'environnement dans lequel il exerce et qu'il impacte. Tandis que le capitalisme règne, les considérations sociales et environnementales s'élèvent à un degré d'importance semblable à la performance économique de l'entreprise et non plus comme un bonus accordé aux plus vertueuses une fois la performance financière étudiée. Les investisseurs socialement responsables veillent donc à ce que les entreprises dans lesquelles ils investissent n'œuvrent pas dans des secteurs immoraux comme l'alcool ou les armes mais également à ce qu'elles soient en harmonie avec leur environnement tant économique que social en adoptant une gestion efficace des ressources et une politique salariale équitable. Le mouvement part du constat qu'une firme ne peut assurer une croissance pérenne qu'en étant soucieuse de son environnement et que parallèlement, une bonne gestion des ressources n'est durable qu'à condition que la croissance soit présente.

Ainsi, l'ISR correspond, au sens large, à une stratégie d'investissement qui ne se limite pas à la recherche de performance financière mais également à la prise en compte de critères sociaux, environnementaux et de gouvernance. La multiplication des fonds et des agences de notation en quête de différenciation malgré une offre sensiblement similaire est à l'origine de ce débat sémantique. Néanmoins, il est possible de distinguer une tendance dans le répertoire des appellations utilisées. Ainsi, Sparkes et Cowton<sup>2</sup> ont relevé deux terminologies dominantes :

- L'investissement éthique, terminologie la plus ancienne, trouve sa source chez les congrégations religieuses américaines, anglaises et australiennes, premiers acteurs à intégrer des critères éthiques dans leurs placements financiers. Il se caractérise donc par « l'application de critères de sélection éthiques et sociaux dans la sélection et la gestion de portefeuille ». Sparkes considère que cette appellation présente deux imperfections notoires. D'une part, la définition de la notion d'éthique ne peut faire consensus au sein des sociétés caractérisées par de fortes diversités culturelles. D'autre part, adjoindre l'adjectif éthique à un fonds relève selon lui d'un oxymore. En effet, le rôle d'un fonds d'investissement est de réaliser un profit maximal, or, ceci semble incompatible avec des valeurs éthiques telles que la générosité ou l'aide à autrui. Un investisseur peut-il réellement être éthique en investissant sur les marchés financiers ? Ainsi, cette définition aurait vocation à s'appliquer à des institutions à but non lucratif ou du moins dont l'objectif principal n'est pas financier, l'Eglise par exemple.

- L'investissement responsable, dépassant la connotation religieuse et moraliste de la terminologie précédente, aspire à s'accorder aux investisseurs responsables. En effet, l'appellation « éthique » sous-entend qu'un investisseur ne se soumettant pas aux critères énoncés est qualifié de « non éthique », conclusion quelque peu simpliste et trop radicale pour se démocratiser.

---

<sup>1</sup> Antoine de St Exupéry

<sup>2</sup> "The maturing of socially Responsible investments: A Review Of The Developing Link With Corporate, Social Responsibility" (2004)

Il est intéressant de se pencher sur les institutions de référence en matière d'investissement socialement responsable afin de tenter d'obtenir une référence commune.

Ainsi, the European Sustainable Investment Forum<sup>3</sup>, donne une définition plutôt précise en reprenant les multiples préoccupations des investisseurs socialement responsables. De cette manière, il intègre les prérogatives sociales, environnementales et gouvernementales dans l'approche d'investissement socialement responsable. En effet, ce sont ces trois thèmes qui constituent les critères majeurs de la performance de long terme.

L'institution procède néanmoins à une distinction entre l'investissement responsable caractérisé par la prise en compte de critères extra financiers dans les choix de portefeuille et l'investissement socialement responsable qui agrège les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance et enfin l'investissement durable qui comprend les réalités environnementales et sociales.

Récemment, l'Association Française de la Gestion Financière (AGF) et le Forum pour l'Investissement Responsable ont défini l'ISR comme « un placement visant à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable »<sup>4</sup>.

En outre, il est nécessaire de préciser que l'investissement socialement responsable diffère selon les cultures de chaque région. Ainsi, les approches en Europe et aux Etats Unis sont à dissocier car les typologies d'investissement tout comme la méthodologie employée divergent.

Néanmoins, Louche et Lydenberg<sup>5</sup> considèrent que l'investissement socialement responsable, qu'il soit américain ou européen partage deux objectifs :

- L'ambition de rétablir une interaction entre l'entreprise et l'investisseur afin d'équilibrer le rapport de force et conférer aux investisseurs un pouvoir d'influence sur la gouvernance des firmes.
- La volonté de construire un modèle d'auto régulation, indépendamment des pouvoirs politiques et des cycles gouvernementaux.

Toute la complexité de s'accorder sur une définition générique réside dans la multitude de critères relevant du concept. En effet, il est difficile de définir quelles sont les considérations morales pouvant être intégrées dans l'approche. De plus, les critères retenus peuvent-ils être élevés au même degré d'importance ? Enfin, en élargissant ce qui relève de l'ISR, ne risque-t-on pas une banalisation du mouvement qui engloberait l'intégralité de l'entreprise et perdrait ainsi tout son sens ?

L'investissement socialement responsable est encore un concept assez mal maîtrisé mais son évolution permanente prouve que c'est une notion qui suscite l'intérêt.

---

<sup>3</sup> Eurosif : réseau européen ayant pour vocation de promouvoir l'intégration de critères ESG dans la gestion financière

<sup>4</sup> Communiqué de presse du 1<sup>er</sup> Juillet 2013

<sup>5</sup> "Investissement socialement responsable : différence entre Europe et États-Unis" (2006)



## 2. *À chacun son ISR*

Nous avons noté qu'il n'existait à ce jour aucun consensus autour de la définition de l'ISR, constat largement établi par les études menées par un groupe de travail d'Eurosif, tant au niveau européen que national. Ce concept étant très marqué par les diversités culturelles et historiques des différents pays, il n'existe par conséquent pas de marché homogène en Europe.

De ce fait, le réseau européen de la promotion de l'ISR a considéré qu'il n'était pas pertinent de vouloir imposer une définition unique ne reflétant pas les diverses réalités du phénomène mais qu'il était préférable de recenser et d'étudier indépendamment les différentes stratégies utilisées. La mise en œuvre d'une approche ISR peut revêtir des formes variées, basées sur l'exclusion, la sélection positive ou le dialogue avec les entreprises. Nous allons donc recenser les différents types d'approche de l'investissement socialement responsable définis par Eurosif.

Tout d'abord, la première catégorie est fondée sur le **filtrage** d'investissement ou **screening**. Il s'agit de moduler l'univers d'investissement en fonction des critères retenus en appliquant un écran de sélection, consistant à favoriser les entreprises les plus vertueuses ou à exclure les moins nobles.

La **sélection négative** est la première approche répertoriée, ce qui vaut aux fonds d'exclusion le nom d'ISR « première génération ». Cette forme consiste à proscrire de l'univers de placement les firmes, industries ou secteurs économiques impliqués dans des activités réprouvées soit pour des convictions religieuses, soit pour des raisons morales. L'exclusion est alors dite *spécifique*.

Les critères traditionnels consistaient à bannir les industries d'armes, d'alcool, de tabac ou de pornographie. S'ils sont toujours en vigueur à travers les fonds islamiques ou chrétiens, ils ont progressivement été remplacés par des critères en adéquation avec les préoccupations environnementales ou sociales comme l'exclusion d'entreprises impliquées dans les manipulations génétiques, le travail d'enfants ou le nucléaire.

En outre, l'exclusion spécifique peut revêtir deux formes en Europe, une plus courante s'appliquant à tous les actifs gérés, c'est l'exclusion *overlays*, l'autre s'appliquant à l'ensemble de son portefeuille et étant accompagnée d'écrans sectoriels complémentaires sur des fonds ou mandats spécifiques.

L'exclusion peut enfin être *normative* en évinçant les entreprises ne respectant pas les normes émises par les différents organismes internationaux (ONU, OMC, OIT, etc) ou dont l'activité est stigmatisée par des normes internationales comme les Principes Directeurs de l'OCDE ou le Pacte mondial des Nations unies

Toutefois, la critique pouvant être apportée à cette stratégie réside dans la subjectivité des critères élaborés. Il est en effet complexe d'établir les frontières au-delà desquelles un secteur ou une entreprise doit être bannie car la mondialisation a profondément fractionné les processus de production, rendant parfois difficile de n'avoir des transactions qu'avec des entreprises vertueuses. Cette stratégie semble par conséquent correspondre à une catégorie spécifique de fonds du fait de la réduction significative de l'univers d'investissement, les fonds éthiques.

La **sélection positive** consiste à analyser et sélectionner les entreprises en fonction de critères qualitatifs : financiers, sociaux et environnementaux. On parle ici de filtrage positif.

Ainsi, les entreprises sont désormais étudiées sous l'angle des conditions de travail dans l'entreprise, de la discrimination, du respect des droits de l'homme ou des normes internationales, des relations entre les différentes parties prenantes.

Au sein de la stratégie de screening positif, une distinction peut être effectuée entre :

- L'approche *best in class* : les gestionnaires de ces fonds sélectionnent les entreprises qui présentent la meilleure performance pour le critère ESG retenu en comparaison de ses concurrents du même secteur. Ce sont les agences de notation extra-financière qui réalisent le travail

de recherche, d'évaluation et de comparaison afin de que les investisseurs puissent bénéficier de ces informations, la complexité et la portée de cette démarche étant trop conséquentes pour eux. Contrairement à la stratégie d'exclusion, la diversification sectorielle est ici conservée, engendrant des performances potentiellement plus intéressantes.

- L'approche *best effort* : nombreuses sont les entreprises qui portent le fardeau des politiques précédentes et ont hérité d'un retard dans les performances environnementales, sociales et gouvernementales. Ainsi, ces fonds visent à récompenser les entreprises affichant les meilleurs progrès ou qui font preuve du comportement le plus proactif.

- L'approche *thématique* : les fonds se focalisent soit sur une problématique, par exemple l'environnement, la lutte contre le travail infantile ou le réchauffement climatique, soit sur un secteur d'activité précis, comme la santé, les énergies renouvelables ou l'eau. Couramment désignés comme les fonds de « seconde génération », ils sont également répertoriés par couleur, le rouge correspondant au social, le vert à l'environnement.

La seconde grande catégorie de stratégies définie par Eurosif consiste à intégrer progressivement des critères d'investissement socialement responsable dans la sélection financière.

**Ces stratégies dites « molles »,** ou *soft core*, ne sont pas aussi accomplies et rigoureuses que le screening positif puisqu'il s'agit bien souvent d'ajouter un ou deux critères ESG dans la démarche classique. Cette faiblesse d'ardeur et l'aspect peu élaboré a amené des nomenclatures comme celle d'Eurosif à rapprocher cette stratégie de celle de l'exclusion.

Néanmoins, c'est cette démarche que privilégient les investisseurs institutionnels, acteurs prépondérants de l'ISR, ce qui fait de la stratégie molle une stratégie surreprésentée sur le marché.

Enfin, la troisième catégorie de stratégies consiste à aller au-delà du simple rôle d'apporteur de capitaux en adoptant un comportement proactif. Ce sont les **stratégies proactives**.

Elles peuvent être menées à travers deux démarches :

- *L'activisme actionnarial* (« shareholder advocacy »), catégorisé par l'exercice de leurs droits de vote par les investisseurs pour influencer la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent et la faire progresser sur ses pratiques environnementales ou sociales. Ainsi, il s'agit d'orienter la politique des firmes en proposant notamment des résolutions lors des assemblées générales. Malheureusement, comme le constate Eric Loiselet<sup>6</sup>, les investisseurs particuliers n'utilisent que trop peu les droits incombant à chaque détenteur de parts sociales. Comme le droit de vote attribué à un citoyen pour les élections présidentielles, il en va de la responsabilité des épargnants de prendre part aux votes afin de bloquer certains projets en inadéquation avec leurs convictions.

Stratégie de long terme, elle implique un pouvoir financier conséquent afin de disposer d'un poids et d'une légitimité dans le conseil d'administration. De ce fait, cette démarche revient majoritairement aux gestionnaires de fonds de pensions ou aux associations militantes constituées à cet effet.

En guise d'illustration, l'organisation SANE BP (Shareholder Against New Oil Exploitation), initiative de Greenpeace, promeut la lutte contre le réchauffement climatique et prône le développement des énergies renouvelables. SANE BP ne se limite pas à la simple proposition de résolutions mais s'engage dans le lobbying auprès des autres détenteurs de parts afin de contrecarrer les projets porteurs de risque pour l'environnement.

---

<sup>6</sup> "L'investissement socialement responsable : genèse, méthodes et enjeux", 2000

En outre, l'ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility) regroupe un grand nombre d'investisseurs institutionnels dans l'optique de rédiger des résolutions afin d'encourager les firmes à développer leur responsabilité sociale et environnementale.

- *Les fonds de partage (« community investing ») et les fonds solidaires* répondent à une problématique de solidarité. En effet, les investisseurs des fonds de partage s'engagent à reverser une partie du rendement financier à des œuvres caritatives, organisations non gouvernementales ou associations. La prise en compte de critères extra-financiers n'est pas systématique et la performance financière de ces fonds est généralement inférieure au rendement du marché.

Les fonds solidaires quant à eux consistent à financer des firmes ou projets solidaires. L'objectif est de permettre de soutenir des secteurs ou pays en difficulté en leur apportant des capitaux sans avoir à recourir aux marchés.

Toutefois, l'investissement solidaire est à différencier de l'ISR puisque l'approche est très différente dans la mesure où les objectifs recherchés diffèrent. En effet, si l'investissement solidaire vise à redistribuer les bénéfices à des causes variées, l'investissement responsable recherche la performance financière couplée à une performance environnementale et sociale.

Nous avons donc mis en exergue la diversité des approches d'investissement socialement responsable qui vise à répondre aux différentes attentes des investisseurs, mais également aux spécificités culturelles de chaque zone géographique. Il convient désormais de retracer l'histoire de l'investissement socialement responsable afin de comprendre de quelle manière il s'est construit.

## *B. La construction de l'ISR*

### *1. Un socle culturel fort*

L'investissement socialement responsable est pour beaucoup un concept nouveau, né des récentes préoccupations en lien avec le développement durable. Toutefois, ses origines sont bien plus anciennes et nous permettent de remonter aux fondements culturels de nos civilisations.

En effet, les racines de l'investissement socialement responsable se trouvent dans les textes fondateurs des religions abrahamiques. C'est notamment l'opinion d'Eric Loiselet qui met en exergue le fait que la Bible décrit la Terre comme un présent offert à l'homme dans le but qu'il le fasse fructifier et que ses fruits soient partagés entre tous.

De même, les lois juives prônaient le développement d'un investissement en phase avec l'éthique. Plus tard, l'italien Saint Thomas d'Aquin, en adéquation avec la tradition aristotélicienne, aspire à la mise en place d'un commerce éthique et d'une économie aux fins justes.

Certains auteurs considèrent quant à eux que la genèse de ce mouvement remonte à la désapprobation de l'enrichissement des individus au détriment d'autres en 1760, par John Welsey. Fondateur du mouvement méthodiste, il rappela notamment que l'usage de l'argent à des fins contraires à l'éthique est réprimé par le nouveau testament. Très influent aux Etats-Unis, berceau de l'investissement responsable, sa doctrine sera reprise par les Quakers.

### *2. Les quakers*

Communauté religieuse créée en 1747 en Angleterre par George Fox, son rôle précurseur dans le développement de l'ISR est incontestable. Contraints de s'exiler aux Etats-Unis suite aux persécutions dont ils sont victimes en Angleterre, les Quakers s'opposent à tout profit issu de la guerre et de l'esclavage et refusent de financer des entreprises tirant partie de produits destinés à tuer. Ils s'interdisent ainsi d'investir dans des secteurs tels que l'alcool, le tabac ou l'armement.

La déclaration de William Penn, figure emblématique des Quakers, illustre parfaitement leur philosophie : « La véritable piété ne soustrait pas les hommes au monde mais les conduit à y vivre mieux et à l'améliorer ». Ils sont donc les premiers à intégrer une dimension morale et extra-financière à leurs placements. En outre, la communauté d'amis est la première à prêter attention à la formation et aux conditions de vie des salariés, à la sécurité ainsi qu'à l'hygiène au travail. Soustraits des débats économiques de la nation du fait de leur rigueur et des principes qu'ils véhiculent, les Quakers investissent massivement en faveur de considérations sociales et de causes comme l'abolition de l'esclavage dès 1758.

Dotés de principes austères et d'une rigueur morale certaine, ils deviennent progressivement des acteurs économiques incontournables aux Etats-Unis. Solidaires et rigoureux, ils font preuve d'une ardeur au travail les menant à la tête des plus grandes entreprises du 19<sup>ème</sup> siècle comme Barclays, Cadbury ou Lloyds.

### *3. Les Etats-Unis, berceau de l'ISR*

L'investissement socialement responsable prend un nouvel élan sous l'impulsion de Théodore Roosevelt qui engage une vague de réformes sociales au début du 20<sup>ème</sup> siècle. Au cœur de « The Age of reform », période allant de 1890 à 1917, c'est une profonde réforme de la société qui est visée.

Ainsi, le 4 décembre 1908, le *Federal Council of Churches*<sup>7</sup> adopte un ensemble de revendications sociales qui vont progressivement se muer en des fondements de l'ISR. Le *Social Creed for Churches*<sup>8</sup>, aspire à la construction d'une société plus équitable ainsi qu'à un changement de philosophie chez

---

<sup>7</sup> Conseil fédéral des églises

<sup>8</sup> Le crédo social des Eglises

les investisseurs. De cette manière, ces derniers sont encouragés à ne plus rechercher uniquement une création de richesse mais également une justice sociale, un double objectif intitulé « *double bottom line* ».

Adoptant les préceptes des Quakers, l'individu entend se moraliser en s'interdisant tabac, alcool ou drogues et, à l'instar des congrégations religieuses, en retranscrivant ses principes moraux au travers de ses choix d'investissement. A titre d'exemple, à la fin des années 1920, considérant que tirer profit des péchés était plus grave que de s'y soustraire, les anabaptistes refusèrent de financer les entreprises impliquées dans les secteurs du vice. C'est dans cette optique que fut créé, en 1928, le premier fonds socialement responsable, appelé « Pionner Funds ». Créé par l'église évangéliste américaine, son périmètre d'investissement exclut les actions du péché (« *sins stocks* »), sociétés impliquées dans les secteurs de la pornographie, des machines à sous, de l'alcool ou du tabac.

Enfin, face à la croissance des premières puissances industrielles et dans le but de préserver la société, le gouvernement constitue un ensemble d'organes étatiques en leur conférant un rôle de contrôle et de régulation du développement des grandes entreprises. Toutefois, essentiellement porté par les congrégations religieuses dont le pouvoir et l'influence restent limités, l'ISR, qui profite d'une large prise de conscience, peine à se démocratiser et il faudra attendre les années 1960 pour qu'il prenne une véritable ampleur.

#### 4. *L'héritage de la guerre du Vietnam*

A l'heure où la guerre du Vietnam s'achève, le contexte géopolitique est un catalyseur du phénomène. En effet, l'industrie de l'armement a connu une période faste du fait des volumes de production importants. Toutefois, les herbicides ravageurs, le gaz napalm ou plus simplement les armes, ont dévasté les populations et le bilan de la guerre est désastreux. Tant et si bien que les campus universitaires voient poindre en leur sein des mouvements pacifistes de plus en plus conséquents qui obligent leurs autorités financières à revoir les flux financiers qu'elles octroient.

En effet, les investisseurs et tout particulièrement les églises et les universités ne peuvent occulter la provenance des dividendes qu'ils perçoivent si bien qu'on assiste à une réelle prise de conscience et à l'instauration d'un boycott. L'immoralité en tant que source de profits est progressivement rejetée et le premier mutual fund socialement responsable voit le jour en 1971, le Pax Fund. Les entreprises ayant participé, directement ou indirectement, à l'effort de guerre en sont automatiquement exclues.

Dans le même temps, le Council on Economic Priorities prend l'initiative de recenser les entreprises engagées dans la guerre du Vietnam via la production d'armes. Si la démarche est complexe en raison de la difficulté d'évaluation du degré d'implication des firmes, cette action correspond bel et bien à une prise en compte de critères extra-financiers dans les choix d'investissement.

La tâche réalisée par le Conseil est une réelle fondation de l'approche ISR sur laquelle tout un chacun peut s'appuyer afin de gérer son portefeuille. Chacun est donc en mesure d'investir de façon responsable en « sanctionnant » l'implication des entreprises dans des activités néfastes.

C'est donc dans les années 60, marquées par les revendications environnementales et sociales à l'égard des femmes, des minorités ethniques ou de la relation avec le travail, que l'ISR commence à prendre forme et à s'implanter dans la société. L'entreprise n'est plus seulement vouée à produire de la richesse mais doit également être garante de l'équité et de la justice sociale à travers une responsabilité accrue.

## 5. *La mobilisation contre l'Apartheid en Afrique du Sud*

Dans les années 1970, la prise de conscience du régime de Pretoria marque un nouveau tremplin pour faire évoluer les mœurs et développer l'intérêt pour l'investissement socialement responsable. En effet, de nombreuses entreprises américaines cautionnent d'une façon ou d'une autre le régime de l'apartheid, c'est notamment le cas du géant General Motors.

Les actionnaires de ces grandes firmes ne peuvent quant à eux approuver l'implication dans ce régime et refusent toute complicité dans leur développement. Conscient de l'importance des universités, des églises et des fonds de retraite dans le capital de son entreprise, Leon Sullivan, prêtre nommé administrateur de General Motors, adopte une vague de dispositions réglementaires dès 1977. Le dessein de ce qui deviendra bientôt une réelle doctrine pour les entreprises est de converger vers une société libérée de la discrimination et de la ségrégation raciale dans les bâtiments mais pouvant se targuer d'une harmonisation des salaires, d'une amélioration des conditions de vie mais également de la formation des populations noires.

Les *Principes Sullivan* sont instaurés dans douze multinationales implantées en Afrique du Sud et tendent à s'appliquer dans le monde entier et notamment dans les pays où la ségrégation raciale fait rage. Pour autant, la seule présence des firmes américaines en Afrique du Sud renforce indirectement le régime de l'apartheid.

Ensuite, une banque de Boston prend l'initiative d'élaborer un indice composé des entreprises non impliquées dans le commerce avec l'Afrique du Sud. Basé sur le Standard & Poors 500 en 1977, l'intérêt du *South Africa Safe Equity* est de fournir aux investisseurs une visibilité quant aux conséquences sur leurs portefeuilles de l'éviction de certaines valeurs de l'univers d'investissement.

En 1980, l'ONU appelle non seulement les actionnaires à se retirer des firmes ne se conformant pas aux Principes Sullivan mais également les gouvernements à neutraliser les flux financiers en faveur de l'état africain. La conséquence est immédiate avec une décollecte massive, comme en témoigne le désinvestissement dans les fonds de retraite de l'état de Californie en 1987. Très actifs, ces fonds vont exiger de Xerox qu'elle cesse de fournir la police sud-africaine et obtenir gain de cause puisque la société abandonne complètement ce pan d'activité.

Progressivement, la liste des entreprises proscrites s'amenuise, les entreprises désirant réintégrer le *South Africa Safe Equity* afin d'attirer à nouveau les investisseurs. Ainsi, ce sont tout d'abord General Electric, Coca-Cola et Exxon qui cessent le commerce avec l'Afrique du Sud, bientôt imitées par IBM, Kodak, Boeing, Hewlett Packard ou Mobil. En dix ans, le nombre de firmes exclues de l'indice *Safe* passe de 125 à 50, ce qui prouve l'influence des actionnaires et des investisseurs sur la gouvernance des multinationales

Le 24 Septembre 1993, lors de son discours sur l'apartheid devant la commission des Nations Unies, Nelson Mandela appelle à mettre un terme aux restrictions économiques avec l'Afrique du Sud. Suite à l'abolition de l'apartheid et la mise en place des premières élections nationales et non raciales, les analyses présagent une atténuation des mouvements d'investissement responsable. Néanmoins, c'était sans compter sur la montée en puissance d'une thématique qui s'est discrètement installée et révélée majeure, l'environnement. La responsabilité des investisseurs est désormais indéniablement ancrée dans les mentalités.

## 6. *L'environnement comme oxygène*

Bien qu'annoncé à bout de souffle dès l'élection de Nelson Mandela, le courant prend au contraire de l'envergure puisqu'il a franchi l'Atlantique et s'est développé en Europe dès les années 1980 en s'adaptant aux spécificités culturelles des divers Etats européens.

En France, c'est en 1983 que va naître le premier fonds de placement éthique à l'initiative de Sœur Nicole Reille<sup>9</sup>. La même année, le Comité Catholique Contre la Faim et pour le Développement, lance, en collaboration avec le Crédit Coopératif, un fonds commun de placement de partage. Intitulé Faim et Développement, il consacre une part des revenus à la création d'entreprises dans le tiers monde. *The Friends Provident Stewardship Trust*, premier fonds anglais, voit quant à lui le jour en 1984. Dans les pays scandinaves, l'écho est important avec notamment un fort engagement des congrégations religieuses et des fonds de pension.

En réponse à une demande en plein essor, un nouveau marché émerge avec des sociétés de gestion qui se spécialisent dans l'Investissement Socialement Responsable. A titre d'exemple, le *Franklin Research & Development Corporation of Boston* est intégralement dédié à ce mouvement et ses fondateurs sont à l'origine du premier forum d'échange regroupant les acteurs de l'investissement responsable aux Etats Unis, particuliers ou institutionnels. Le *Social Investment Forum*, vecteur majeur de l'information sur le sujet, démontre au cours d'une étude publiée en 1995 que l'investissement responsable, loin de s'essouffler, connaît une croissance exponentielle.

Ceci est à mettre à l'actif des préoccupations environnementales suite à la multiplication des catastrophes écologiques telles que Bhopal, Tchernobyl ou l'Exxon Valdez. En effet, la prise de conscience collective du réchauffement planétaire, les marées noires en série ou l'épuisement des ressources naturelles font de l'environnement un nouveau critère de choix d'investissement. En réalité, cette mutation des critères extra-financiers chez les investisseurs socialement responsables était apparue avant même la fin de l'Apartheid.

Les entreprises sont désormais appelées à rendre compte de leur activité et des conséquences de cette dernière sur la planète. A la suite du naufrage de l'Exxon Valdez, pétrolier américain qui s'est échoué en 1989 sur la côte de l'Alaska et a provoqué une marée noire, les Etats Unis et d'autres pays ont instauré des normes strictes aux cargos. En outre, les investisseurs institutionnels édictent les premières règles de responsabilité environnementale à destination des entreprises grâce à la création du CERES<sup>10</sup>. Plus récemment, ce sont les questions concernant l'emploi et les droits de l'homme qui ont commencé à préoccuper les investisseurs.

Pour conclure, malgré la fin de l'apartheid, les gérants conservent et développent une gestion responsable de leurs portefeuilles. L'ISR a cependant progressivement muté, ne se limitant plus à un investissement éthique perçu comme un déni et utilisé comme une forme de boycott, rejetant toute idée de dialogue avec le monde de l'entreprise. Les investisseurs sont en effet désireux d'intégrer des critères multiples dans leurs placements et ne se bornent plus à une simple exclusion des entreprises complices de fléaux ou de vices. Loin de prendre fin avec l'Apartheid, le phénomène a donc évolué et les travaux des institutions internationales comme le rapport Bruntland en 1987 ou la déclaration de Rio signée à l'issue du Sommet de la Terre en 1992 matérialisent une part des nouvelles préoccupations mondiales intégrées.

---

<sup>9</sup> Nouvelle Stratégie 50

<sup>10</sup> Coalition for Environmentally Responsible Economies : réseau américain d'investisseurs, d'organisations environnementales et de groupes d'intérêt dont la mission est d'intégrer la durabilité dans les marchés financiers.

## 7. *Evolution de l'ISR jusqu'à nos jours*

A l'aube des années 1990, le mouvement initie donc un virage et entre dans une nouvelle ère. En effet, la fin de la sélection par l'exclusion des entreprises selon leur activité ou leur présence sur certains marchés permet de dépasser l'analyse superficielle et d'étudier les firmes de façon plus aboutie. Les investisseurs sélectionnent ainsi les entreprises les plus responsables en les comparant, l'investissement n'est plus seulement éthique, il est responsable.

De plus, la croissance fulgurante des encours est à mettre au profit de la bonne performance des fonds qui encourage la RSE<sup>11</sup>, à la démocratisation des options d'ISR dans les plans de retraite mais aussi au mouvement de désinvestissement dans le secteur du tabac. En effet, les entreprises du tabac se voient sanctionnées du fait de leur moindre performance mais surtout de la prise de conscience des méfaits et des risques que fait encourir le tabac sur la santé.

En 2000, Eric Loiselet, associé fondateur du cabinet Terra Nova Conseil, met en exergue la combinaison des éléments ayant conditionnés cette croissance aux Etats Unis:

Tout d'abord, l'activisme social très développé outre atlantique représente selon lui le moteur. En effet, les congrégations religieuses mais également les organisations de défense des droits civiques n'ont eu cesse de vouloir influencer les politiques des entreprises. Ainsi, elles ont tout d'abord boycotté des entreprises lors de la guerre du Vietnam ou de l'Apartheid avant de tenter d'infléchir leurs comportements en s'alliant aux universités ou fonds de retraite afin d'atteindre 30% des votes et peser réellement lors des résolutions.

Ensuite, l'essor de la gestion collective de l'épargne par le biais des fonds de pension représente le carburant. Majoritairement investis en actions, ces fonds ont facilité l'accès aux marchés financiers de 40% des ménages américains et possèdent une réelle influence sur la bourse américaine.

Enfin, c'est l'évolution des mœurs avec l'émergence de communautés comportementales attachées à ce que leur consommation soit en adéquation avec leurs valeurs qui constitue le « terreau » favorable à l'ISR. Constitués de près de 25% des adultes américains, ces groupes prônent le respect de la diversité culturelle, une profonde sensibilité sociale mais ont également l'intime conviction que les choses ne sont pas immuables.

De ce fait, la mise en marche de ce moteur alimenté par ce carburant dans un environnement propice, a permis aux actifs concernés par ce dernier de croître de 258% entre 1995 et 2005 aux Etats Unis<sup>12</sup>. En outre, l'étude menée confirme le constat des années 1990 selon lequel les gérants adoptaient de façon croissante des démarches d'investissement responsable. A l'heure actuelle, l'ISR est un élément majeur des marchés américains avec une croissance et une diversification de l'offre de produits et de placements. Enfin, la dernière décennie a permis d'observer des évolutions tangibles dans les pratiques et la gouvernance des entreprises suite à l'instauration de dialogues concrets entre les actionnaires et les dirigeants.

En Europe, le courant s'est progressivement répandu sur tout le continent à la faveur d'un cadre législatif favorable, d'investisseurs institutionnels précurseurs et de quatre pays : le Royaume Uni, la France, la Suède et l'Italie. Selon les pays, les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) diffèrent, conséquence d'un développement soumis aux spécificités culturelles et historiques de chacun. Désormais, il s'agit de la région la plus dynamique et la plus engagée dans la constitution de fonds ISR. Par ailleurs, l'expansion de l'ISR ne faiblit pas puisqu'après l'Europe dans les années 90, il se développe en Asie et dans les pays émergents d'Amérique latine. L'ISR est donc en progression dans le monde entier, y compris dans les marchés les plus matures et semble avoir de beaux jours devant lui.

---

<sup>11</sup> Responsabilité Sociétale des entreprises

<sup>12</sup> Social Investment Forum : Rapport 2005



## C. Le marché Européen de l'ISR

L'étude sur le marché européen de l'ISR en 2012 menée par Eurosif met en évidence la croissance de l'investissement responsable entre 2009 et 2011. En effet, elle devance celle du marché de la gestion déléguée, ce qui témoigne de l'engouement suscité par l'intégration de critères extra-financiers à l'heure où la crise économique sévit. Au cœur du marasme des marchés financiers, l'ISR pourrait constituer un levier lorsque le marché connaît des turbulences.

Néanmoins, nous avons souligné l'absence de marché homogène en Europe, si bien que cette croissance européenne cache de multiples disparités en termes de taux de croissance, de classes d'actifs couvertes, de préférence pour certaines stratégies ainsi que de ventilation entre le segment des institutionnels et celui des particuliers.

Cette étude, menée tous les deux ans, se base sur les données fournies par les gérants d'actifs et les institutionnels qui gèrent leurs actifs en interne et concerne aussi bien les actifs détenus par les institutionnels que par les particuliers. La segmentation de stratégies utilisée est la suivante :

- L'exclusion spécifique
- L'exclusion normative
- L'approche thématique ESG
- La sélection positive dont le Best in Class et ses variantes
- Les stratégies molles
- L'activisme actionnarial

Il s'avère qu'entre 2009 et 2011, ce sont les stratégies d'exclusions normatives qui ont connu la plus forte croissance, suivies des exclusions spécifiques et des stratégies de sélection positive (Best in class). Néanmoins, il est de rappeler l'hétérogénéité du marché et surtout la surpondération provenant des grands investisseurs institutionnels ainsi que des gestionnaires d'actifs qui utilisent usuellement une même stratégie pour l'ensemble des encours gérés. Le présent chapitre vise à dresser les différentes stratégies utilisées en Europe ainsi que leurs évolutions, les détails des répartitions géographiques étant repris dans l'Annexe 1.

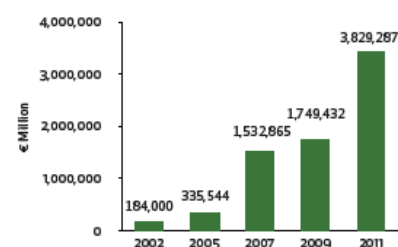
### 1. L'exclusion spécifique

Stratégie la plus ancienne, elle reste également la plus répandue. Reposant préalablement sur les croyances religieuses, cette stratégie a su évoluer et son application s'est répandue chez les gestionnaires et institutionnels laïques aux ambitions variables.

Si certains acteurs demeurent soucieux de leur image, d'autres affichent une réelle conscience morale et se refusent à financer et indirectement à approuver la production de certains produits.

Les principaux thèmes d'exclusion mentionnés sont les armes, le tabac, les jeux d'argent, l'alcool ainsi que les armes nucléaires mais certains gérants citent par ailleurs les OGM ou l'expérimentation animale. A noter que seules les exclusions dépassant le cadre de la loi sont comptabilisées si bien que pour la France et la Belgique, l'exclusion des armes à sous munitions n'est pas incluse car elle est déjà contrainte par la loi.

GRAPHIQUE 4: La croissance de la stratégie d'exclusion en Europe



Source: Eurosif

Ainsi, nous constatons que les encours soumis à la stratégie d'exclusion n'ont eu cesse de croître depuis 2002, témoignant d'un taux de croissance annuel moyen de 40,1%. Les plus fortes croissances ont eu lieu entre 2005 et 2007 avec une multiplication par 4,5 puis entre 2009 et 2011 avec un taux annuel moyen de 119%.

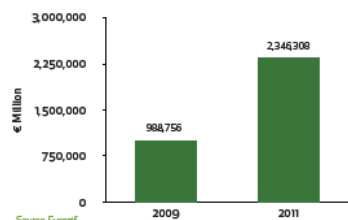
L'essor de la stratégie d'exclusion spécifique est porté par l'Allemagne, l'Italie et les Pays Bas où les puissants gérants et les institutionnels ont adopté cette stratégie pour l'ensemble des actifs gérés. Elle permet de constater que les conventions et traités internationaux peuvent influencer le comportement des gérants d'actifs bien qu'ils ne fassent pas l'objet d'une loi dans le pays.

## 2. L'exclusion normative

Stratégie née dans les pays scandinaves et reconnue comme stratégie à part entière en 2009, elle a été massivement adoptée par les sociétés de gestion. L'explication réside dans la visibilité et l'impartialité de cette approche puisqu'elle repose sur des normes reconnues en termes de pratiques ESG. Ainsi, les entreprises n'adoptant pas des comportements jugés acceptables au regard des normes se voient exclues de l'univers d'investissement des gérants ou à défaut entament en dialogue avec ceux-ci ou avec des institutionnels désireux de les faire adhérer aux normes. Cette relative flexibilité permet à l'investisseur de mener une démarche responsable tout en préservant sa recherche de rentabilité.

A l'heure actuelle, la norme la plus utilisée est le Pacte Mondial des Nations Unies, référentiel soumis à l'interprétation des gestionnaires d'actifs ou des agences de recherche pour l'élaboration de leurs méthodologies. En effet, Novethic<sup>13</sup> note que les entreprises exclues par les investisseurs appliquant un référentiel identique diffèrent sensiblement et les noms des firmes ne sont pas toujours publiés.

GRAPHIQUE 3: La croissance des exclusions normatives en Europe



Bien que répandue essentiellement dans les pays scandinaves durant de nombreuses années, l'exclusion normative se développe progressivement dans toute l'Europe.

Ainsi, entre 2009, date de distinction de la stratégie de l'exclusion spécifique, et 2011, les encours couverts ont crû de 137% pour atteindre 2 346 milliard d'€, soit un taux de croissance annuel moyen de 54%.

Un tour d'horizon des pays européens permet de souligner les taux de croissance extraordinaires de l'Italie (+1056%) de la France (527.5%). Toutefois, comme pour les autres approches, ceci n'est pas nécessairement fidèle à l'ensemble du marché puisque l'oeuvre d'un nombre restreint de puissants investisseurs ou gérants.

La forte croissance des stratégies d'exclusion ne doit toutefois pas occulter la progression significative des stratégies positives, comme le Best in Class ainsi que celles du dialogue actionnarial ou de l'intégration ESG.

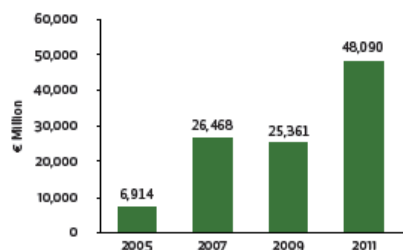
## 3. L'approche thématique

Les thèmes les plus répandus actuellement sont le changement climatique, l'eau, les énergies renouvelables ou les technologies vertes. La complexité pour cette approche réside dans le recensement des encours puisque le lien entre l'investissement et l'approche thématique est parfois ambiguë. De cette manière, une entreprise produisant des panneaux solaires œuvre pour le développement durable mais qu'en est-il si elle ne se conforme pas aux standards environnementaux dans son processus de production ?

<sup>13</sup> Centre de recherche français sur l'ISR

Pour éviter le débat, Eurosif ne classe dans cette stratégie que les investissements thématiques intégrant également des aspects ESG dans leur processus de gestion de portefeuille.

GRAPHIQUE 1: La croissance de l'approche thématique ESG en Europe



Source: Eurosif

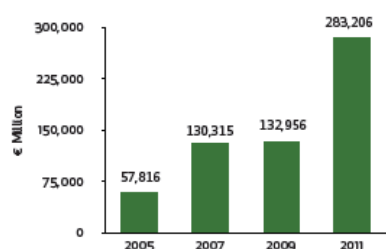
Nous observons que les encours couverts par cette stratégie n'ont pas connu une croissance linéaire sur la période 2005-2011. Ainsi, s'ils sont repartis à la hausse entre 2009 et 2011 au niveau européen, c'est essentiellement du fait des Pays Bas, de l'Allemagne et du Royaume Uni où les institutionnels ont réalisé de nouveaux investissements. En effet, dans beaucoup de pays dont la France, l'Autriche et la Belgique, la sous-performance des fonds thématiques au cœur de la crise financière a engendré un fort mouvement de décollecte.

On note également que cette stratégie qui n'était l'apanage que de la moitié des pays est désormais présente dans tous les pays étudiés sauf la Pologne qui n'adhère pour le moment pas à cette approche.

#### 4. La sélection ESG

Cette stratégie agrège les démarches de screening positif dont le Best in Class ou le Best effort. Elle concerne majoritairement les portefeuilles d'actions, même si elle tend également à s'appliquer aux poches taux. Selon les gestionnaires d'actifs, la pondération entre analyse financière et ESG varie, mais le taux de sélectivité moyen navigue entre 40 et 60%.

GRAPHIQUE 2: La croissance des investissements de Sélection ESG en Europe



Source: Eurosif

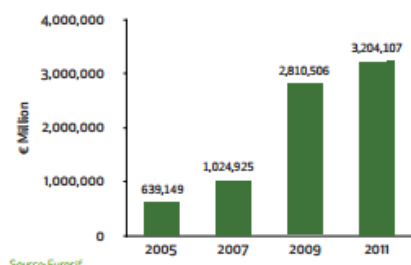
Nous retrouvons une évolution semblable à la stratégie précédente avec un pallier entre 2007 et 2009 avant de repartir fortement à la hausse les années suivantes. En effet, les encours couverts par cette approche ont plus que doublé entre 2009 et 2011, atteignant 283 milliards fin 2011, les principaux protagonistes de cette croissance étant la Suède qui a connu une vague de conversion de fonds et la France où l'approche domine.

## 5. Les stratégies molles : intégration

Cette pratique a bénéficié de la popularité des Principes pour l'Investissement Responsable soutenus par l'ONU pour se démocratiser et se multiplier en Europe. En effet, l'étude 2010 d'Eurosif avait fait état du remarquable dynamisme du processus d'intégration des critères ESG tout en soulevant des interrogations quant à la cohérence des pratiques.

Loin de faire consensus, cette stratégie « molle » ne relève pas d'une stratégie ISR pour certains qui considèrent qu'intégrer des données extra-financières relève simplement d'une bonne pratique en matière de gestion d'actifs.

GRAPHIQUE 5: La croissance de l'intégration ESG en Europe



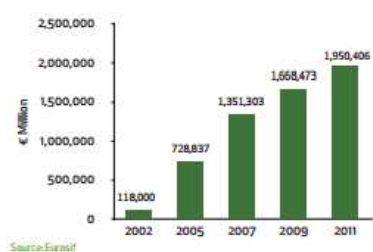
L'évolution de l'intégration ESG en Europe n'est d'ailleurs pas linéaire et la croissance fulgurante entre 2007 et 2009 n'a pu être reproduite par la suite.

Le principal partisan de cette approche est la France qui représente plus de 50% des encours couverts, suivent ensuite le Royaume Uni et les Pays Bas qui représentent respectivement 22% et 17%.

## 6. L'activisme actionnarial

Plus répandu aux Etats Unis pour des raisons culturelles et historiques et une législation favorable, le dialogue actionnarial et l'exercice du droit de vote par les actionnaires suscitent progressivement l'intérêt en Europe. Longtemps méconnue dans certains Etats européens, cette pratique a pris de l'ampleur suite aux débats autour de l'exercice des droits de vote. Ainsi, le « Printemps des actionnaires » en 2012 au Royaume Uni a permis à bon nombre d'investisseurs d'exprimer leur désaccord à l'encontre de certaines entreprises sur des sujets spécifiques.

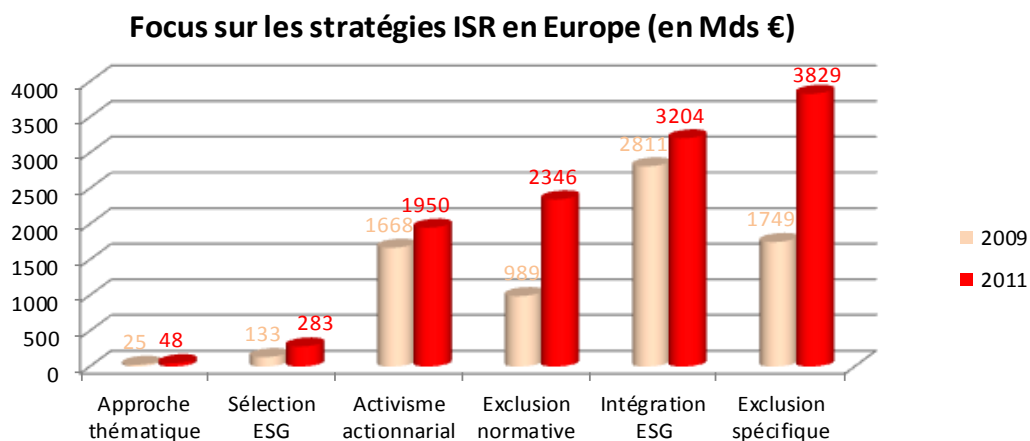
GRAPHIQUE 6: La croissance des stratégies d'engagement et de vote en Europe



Si l'évolution des encours couverts par cette stratégie nous démontre la croissance de l'activisme actionnarial, il n'en demeure pas moins que l'essentiel réside davantage dans la qualité de l'interaction entre les actionnaires et l'entreprise que dans les volumes d'encours.

Néanmoins, la responsabilité des entreprises devient un vrai sujet en Europe, essentiellement en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise mais également à travers les problématiques sociétales et environnementales.

C'est sans surprise au Royaume Uni que l'engagement actionnarial est le plus développé même si l'approche est également appréciée aux Pays Bas. Pour ce qui est de la croissance de la stratégie entre 2009 et 2011, elle est essentiellement portée par le Danemark (+111.9%) et les Pays Bas qui renforcent les encours couverts par cette approche.



Source : Eurosif

Pour conclure sur l'état du marché européen, la croissance de l'ISR ne souffre d'aucune contestation et ne semble pas marquer le pas, ce qui témoigne de l'attention portée par les sociétés de gestion à l'investissement socialement responsable sous ses différentes formes. Toutefois, le marché des particuliers s'est largement essouffé et ne parvient pas à suivre le rythme imposé par les investisseurs institutionnels qui représentent la quasi-totalité du marché européen (94%), soit 2% de plus qu'il y a deux ans. Cette tendance signale le potentiel de développement de cette clientèle mais souligne également son actuel manque de dynamisme, bien que subsistent des disparités régionales. Il sera donc nécessaire de procéder à une clarification du mouvement et de ses différents aspects mais également à une large promotion pédagogique afin de capter l'intérêt des particuliers avec la même ampleur que les professionnels.

De plus, le rapport expose différents développements législatifs pouvant potentiellement avoir un impact positif sur le marché de l'ISR. Ainsi, tandis que l'Europe sort progressivement d'une crise qui aura profondément affecté l'ensemble des acteurs, la Commission Européenne aspire à retrouver le chemin d'une croissance durable, intelligente et inclusive. Les enjeux de l'investissement socialement responsable, notamment par le biais des rapports extra-financiers, sont en parfaite harmonie avec cette philosophie si bien que le mouvement a toutes les chances de poursuivre son développement.

Nous avons donc procédé à l'analyse du marché de l'investissement socialement responsable en Europe et souligné les différences considérables entre les différents pays. Ainsi, dans la prochaine section, nous allons nous intéresser à l'étude du marché français de l'ISR, un modèle pour un grand nombre d'observateurs.

## *D. L'ISR en France*

En France, l'ISR est défini de manière consensuelle comme une construction de portefeuille qui, pour sélectionner les valeurs, utilise en sus des critères financiers traditionnels des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Amorcé par Sœur Nicole Reille en 1983, le marché hexagonal est, malgré la modicité des encours selon le calcul utilisé en France, l'un des plus développés en Europe avec près de cinquante sociétés de gestion commercialisant des produits ISR. Il se distingue avant tout par la qualité de son organisation et son exigence en matière de construction qui en font une référence en Europe et dans le monde.

Ainsi, malgré la crise financière, le marché français reste dynamique, notamment grâce à un cadre réglementaire favorable suite à l'instauration de nombreuses réglementations visant à développer la Responsabilité Sociale des Entreprises et ainsi promouvoir l'ISR.

### *1. Un marché structuré et un cadre réglementaire favorable*

La France dispose d'un cadre législatif et institutionnel rigoureux et progressivement mis en place en commençant par la création de la première agence française de notation extra-financière, Arese en 1997. Son rôle résidait dans la fourniture aux investisseurs d'une vision globale et large de l'entreprise en complément de la notation financière. Cette diffusion de l'information à destination des investisseurs permet de dynamiser le marché de l'ISR en effectuant la jonction entre les démarches des entreprises et des investisseurs en matière d'enjeux ESG.

Ensuite, la France a vu poindre dans les années 2000 des institutions communes en lien avec l'investissement responsable. Ainsi, l'Observatoire sur la Responsabilité Sociale des Entreprises (ORSE) a été créé en 2000 afin de promouvoir les concepts de développement durable et de responsabilité des entreprises. Il réunit de grandes entreprises, des sociétés de gestion de portefeuille, des organisations syndicales, des ONG, des institutions de prévoyance et des mutuelles à cet effet et travaille en réseau avec les différents acteurs de l'ISR dans le monde.

C'est également en 2000 qu'apparaît le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), conglomérat de gérants d'actifs, d'agences de notation extra-financière, de courtiers et d'investisseurs institutionnels partisans du mouvement. Association française, c'est notamment grâce à sa campagne que la loi sur l'épargne salariale de 2001 impose de tenir compte des considérations sociales, environnementales et éthiques des sociétés de gestion. De plus, ce membre fondateur d'Eurosif est à l'origine de la Semaine de l'ISR, événement visant à promouvoir l'ISR et est porteur, avec l'AGF, du Code de Transparence Européen pour les fonds ISR.

Par la suite, le Forum Européen de l'investissement responsable est créé en 2001. Cette organisation fait actuellement office de référence européenne en matière de promotion des pratiques d'investissement responsable et est à l'origine des principes de transparence pour les fonds ISR<sup>14</sup>.

Novethic, filiale de la Caisse des Dépôts, est un centre de recherche et d'expertise français sur la RSE et l'ISR créé cette même année. Son site internet est à l'heure actuelle l'unique source de données et de statistiques sur le marché français de l'ISR. De plus, l'agence labellise depuis 2009 des fonds ISR distribués en France.

---

<sup>14</sup> "Transparency guidelines for the retail SRI funds sector"

Le cadre réglementaire s'est également renforcé dès 2001 avec l'apparition d'un ensemble de législations favorables à la RSE et contribuant à la définition d'un marché de l'ISR.

De cette manière, l'article 21 de la loi sur la généralisation de l'épargne salariale (16 février 2001) oriente cette dernière vers les placements responsables en imposant aux fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) de signaler les prérogatives éthiques, sociales et environnementales auxquelles sont soumises les sociétés de gestion dans leur gestion et l'exercice des droits de vote.

La loi sur les Nouvelles Régulations Économiques (loi NRE de mai 2001) contraint quant à elle les entreprises cotées en Bourse et de droit français à retracer leurs impacts sociaux et environnementaux dans leur rapport annuel.

Enfin, le fonds de réserve des retraites qui vise à couvrir dès 2020 une part significative des besoins de financement des régimes de base des salariés du secteur privé, des artisans et des commerçants est créé par la loi du 17 juillet 2001. Les sociétés de gestion sont depuis contraintes de justifier que les orientations prises ont tenu compte de considérations sociales, environnementales et éthiques.

Plus récemment, des exigences réglementaires applicables aux gérants d'actifs sont venues compléter le cadre législatif et les autorégulations. En guise d'illustration, l'Association Française de la Gestion Financière, exige que tous les fonds d'investissement se clamant ISR aient ratifié le Code de Transparence.

De plus, l'article 224 de la loi Grenelle 2 adoptée en janvier 2012, prolonge la loi NRE en contraignant les sociétés de gestion à dépeindre la prise en considération de critères extra-financiers dans leur politique de placement dans leur rapport annuel ainsi que sur leur site internet.

En outre, l'article 225 de cette même loi élargit le champ d'application de la loi aux PME, entreprises non cotées mais également aux entreprises publiques et administrations, faisant de l'organisation et de la structure du marché français de l'ISR un cas unique au monde.

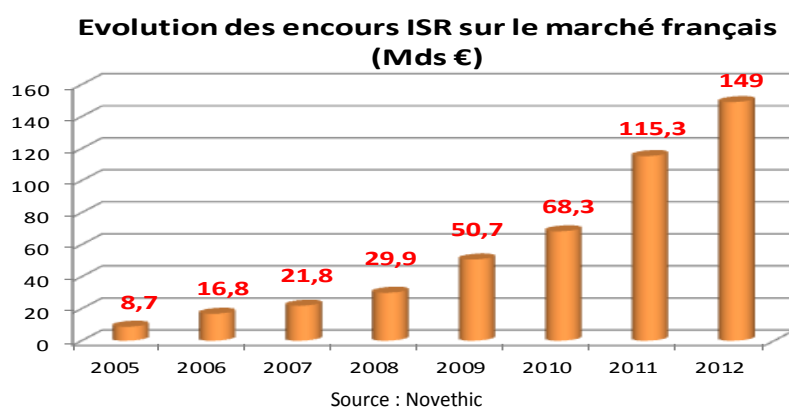
Enfin, l'implication des organisations syndicales françaises amorcée dans les années 90 se précise avec la création du Comité intersyndical de l'épargne salariale (CIES). Union de la CFDT, CFE-CGC, CFTC et CGT, elle attribue un label aux gammes d'épargne salariale ISR depuis 2002 qui a permis de promouvoir l'ISR au sein des fonds d'épargne salariale. De surcroît, l'obligation d'inclure au moins un fonds solidaire dans chaque offre d'épargne salariale depuis 2008 est une aubaine et 90% de l'actif d'un fonds solidaire est actuellement soumis à une approche ISR.

Ceci explique amplement pourquoi l'épargne salariale est aujourd'hui le principal vecteur de l'ISR auprès des particuliers.

Pour conclure, la structuration de l'ISR et la réglementation favorable sont des facteurs propices au développement d'un marché de qualité en France. La réputation des entreprises en matière environnementale, sociale ou gouvernementale par le biais des ressources humaines devient un enjeu majeur. Tant et si bien qu'elles ont tout intérêt à améliorer leurs performances pour gérer au mieux ce risque « d'image » qui impacte leur attractivité financière et donc leurs performances économiques à long terme. Le cadre réglementaire ayant été largement discuté, nous allons désormais présenter succinctement les principales caractéristiques du marché français afin que nous puissions avoir une idée des éléments majeurs.

## 2. Le marché français en 2012

Chaque année, Novethic mène une étude sur l'état du marché de l'ISR en France. Pour ce faire, le centre de ressources utilise sa propre définition et comptabilise les actifs détenus par les résidents français quelle que soit la nationalité de la société de gestion. En outre, il ne tient pas compte des encours soumis à des exclusions, qu'elles soient sectorielles ou normatives et les investissements thématiques si ces approches ne sont pas combinées à un filtrage positif ou à un engagement actionnarial.



Au 31 Décembre 2012, le marché français de l'ISR pèse 149 milliards d'euros, contre 115,3 milliards fin 2011 soit une croissance annuelle de 29%. Ainsi, après une croissance soutenue entre 2008 et 2011 avec des hausses de 70%, 34 % et 69%, la croissance de l'ISR en France reste soutenue et témoigne de l'engouement autour de ce phénomène malgré le marasme sur les marchés financiers.

En termes de répartition des encours, nous notons que ce sont les investisseurs institutionnels qui en détiennent la majeure partie puisqu'ils représentent 72% des encours en 2012 contre 28% pour les investisseurs particuliers. Le rapport entre investisseurs institutionnels et particuliers demeure relativement stable depuis 2006 bien que la part des particuliers semble s'éroder légèrement. En effet, ils ne détiennent plus que 28% des encours contre 35% en 2006, les encours détenus par les institutionnels ayant connu une croissance annuelle moyenne plus soutenue entre 2006 et 2012 (46.6% contre 38.20%).

**Répartition des encours ISR par type d'investisseur (Mds €)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Evolution moyenne
<b>Investisseurs institutionnels</b>	<b>10,8</b>	<b>14,7</b>	<b>22,5</b>	<b>35,1</b>	<b>47,6</b>	<b>81,1</b>	<b>107,2</b>	<b>46,60%</b>
Gestion collective	5	5,8	7,1	14,5	21,3	32,3	37,5	
Gestion déléguée	3	4,8	6,7	10	14,8	36,9	56,4	
Gestion interne	2,7	4,1	8,9	10,7	11,5	11,9	13,3	
<b>Investisseurs particuliers</b>	<b>6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>15,6</b>	<b>20,6</b>	<b>34,1</b>	<b>41,8</b>	<b>38,20%</b>
Gestion collective	3,9	4,6	4	9	11,1	21	24,7	
Epargne salariale	2,1	2,5	3,3	6,5	9,6	13,2	17,1	
<b>Total</b>	<b>16,8</b>	<b>21,8</b>	<b>29,9</b>	<b>50,7</b>	<b>68,3</b>	<b>115,3</b>	<b>149</b>	

Source : Novethic

La forte augmentation des volumes en gestion déléguée est due en partie à la conversion à l'ISR de fonds déjà existants. Cette vague de conversions témoigne de l'intérêt des sociétés de gestion pour l'ISR et de la confiance croissante en l'existence d'une réelle valeur ajoutée de la recherche ESG



développée depuis une dizaine d'années. Cependant, son ampleur génère des interrogations puisque la crédibilité de ces conversions repose sur le calendrier de déploiement et l'impact sur la sélection des titres en portefeuille.

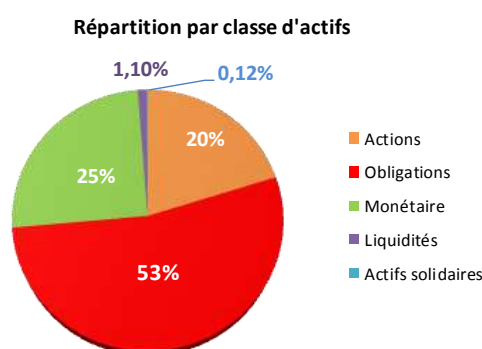
Quoi qu'il en soit, les sociétés de gestion sont de plus en plus amenées à imposer des contraintes à des fonds classiques et ce pour diverses raisons. En effet, il peut s'agir d'un souhait de rentabiliser la recherche déployée pour un nombre réduit de fonds ISR, mais également d'anticiper la demande des épargnants ou encore de protéger leur réputation.

Parmi les investisseurs institutionnels, nous notons que les assureurs détiennent désormais plus de 50% des encours ISR et ont été le moteur du marché. Cette évolution qui atteste d'une réelle démarche d'investissement responsable, n'a toutefois pas été accompagnée d'une communication auprès du public, n'octroyant pas la transparence et l'information escomptées.

Concernant les investisseurs particuliers, la croissance est portée par l'épargne salariale dont les encours ont connu une croissance remarquable puisqu'ils ont été quintuplés en cinq ans. Ainsi, s'ils ne représentaient que 35% des encours des particuliers en 2006, leur part est désormais de 41%.

La gestion collective chez les particuliers a connu un essor fulgurant entre 2010 et 2011 (+89%) puis s'est essoufflée puisqu'elle n'a augmenté que de 18% entre 2011 et 2012. Il s'avère que la croissance de 2011 était largement à mettre à l'actif des conversions, n'ayant pas été du même acabit l'année suivante.

En ce qui concerne les classes d'actifs, Novethic souligne le fait que les investisseurs institutionnels investissent massivement en obligations. Elles représentent ainsi 83% des encours des institutionnels en 2012 contre 79% en 2011, perpétuant de cette manière leur progression grâce à plusieurs mandats importants. Au total, les obligations représentent 53% des actifs ISR en 2012. A titre de comparaison, la ventilation était toute autre en 2007 puisque les actions représentaient 51% des encours totaux et les obligations 43%. De plus, nous pouvons noter la croissance du monétaire au détriment des actions qui ont subi une décollecte importante suite à la crise financière.



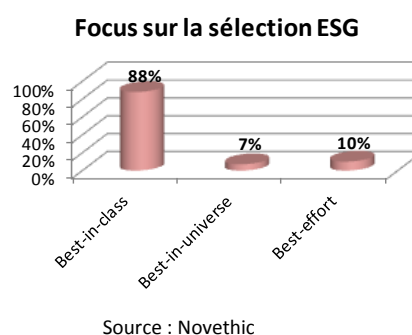
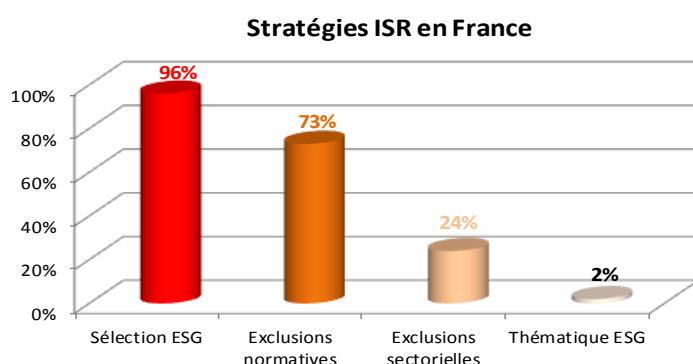
Source : Novethic

Enfin, l'ISR Français s'est progressivement réorienté en 2012 vers la zone euro qui totalise désormais 66% des fonds contre 56% en 2011. Ce recentrage autour de la zone euro s'est réalisé au détriment des fonds investis en France, en Europe ou dans l'OCDE.

Après avoir exposé les principales caractéristiques du marché français de l'ISR en matière de répartition des encours, nous allons désormais tâcher d'analyser les méthodologies que privilégient les investisseurs français, qu'ils soient particuliers ou institutionnels.

### 3. *Etat des lieux des stratégies*

En France, la combinaison de plusieurs stratégies d'investissement responsable s'est répandue au sein des sociétés de gestion. Les raisons de la multiplication des approches sont diverses et peuvent relever du désir des gérants de conserver leur réputation ou de convenir aux besoins et attentes de leurs partenaires. Néanmoins, la démocratisation de la stratégie multiple ne sous-entend pas une harmonisation de l'intégration des critères extra-financiers ou de leur effet sur les choix d'investissement. C'est pourquoi il nous semble important de réaliser un panorama des stratégies appliquées en France.



Tout d'abord, les exclusions spécifiques pratiquées sur l'ensemble des actifs gérés sont assez rares en France dans la mesure où le pays a d'ores et déjà ratifié les conventions internationales bannissant les mines antipersonnel ou les bombes à sous-munitions. Ainsi, les 2 800 milliards d'euros d'encours correspondant au bannissement de ces armes n'ont pas été pris en compte par Novethic puisqu'il s'agit simplement d'une conformité à la législation en vigueur en France. Cette particularité montre bien l'hétérogénéité du marché de l'ISR en Europe.

Nous pouvons toutefois souligner que la MAIF exclut tous les armements de son univers d'investissement tandis que BNP Paribas IP exclut de son portefeuille les sociétés impliquées dans la production ou l'extraction de fibres d'amiante.

Les exclusions normatives qui avaient quant à elles explosé en 2011, continuent de susciter l'intérêt des investisseurs et s'appliquent désormais aux trois quarts du marché. Depuis 2011, plusieurs acteurs ont déployé des exclusions normatives à l'ensemble de leur gestion, restreignant de ce fait leur univers d'investissement et donc les encours correspondants. En 2012, des exclusions normatives sont ainsi appliquées à 1274 Mds € contre 1823 en 2011 et 136 en 2010.

Néanmoins, l'approche dominante en France demeure la sélection ESG qui concerne 96% des encours en 2012. Depuis 2011, le groupe de travail a tenu à réaliser un focus sur cette démarche en distinguant best-in-class, best-in-universe<sup>15</sup> et best effort. Cet approfondissement montre que l'approche best-in-class demeure la plus plébiscitée en France puisqu'elle représente à elle seule 88% de la gestion ISR, retrouvant son niveau de 2009. En comparaison, la gestion best-in-universe se stabilise et concerne 7% des encours tandis que la gestion best-effort se développe largement et atteint 10% contre 1% en 2011.

Ensuite, la stratégie des fonds thématiques reste un pan marginal en France et a connu une décollecte conséquente en raison des pertes importantes durant la crise financière amorcée en 2007.

<sup>15</sup> Stratégie consistant à sélectionner les entreprises les plus vertueuses tous secteurs confondus

Enfin, l'activisme actionnarial n'est quant à lui pas comptabilisé par Novethic en tant que pratique ISR dans la mesure où la majeure partie des démarches d'engagement embrassées par les sociétés de gestion s'appliquent à l'ensemble de leur gestion et non seulement aux fonds ISR. Toutefois, ceci ne nous empêche pas de mettre en évidence le développement de cette pratique en France qui s'observe de différentes façons.

- Les dialogues menés avec les entreprises se formalisent progressivement et sont retracés puisque la moitié des répondants (37% en 2010) sont à même de fournir le nombre d'interactions réalisées bien que cette comptabilisation ne soit que très peu rendue publique (14% des sociétés de gestion).

- La démocratisation du vote en assemblée générale puisque la moitié des sociétés de gestion ayant répondu à l'enquête (35% en 2010) ont exercé ce droit pour la majorité de leurs actions. De plus, près de 70% informent les investisseurs de l'issue des assemblées générales.

- Le développement de fonds ISR voués à l'activisme actionnarial. Si toute comparaison avec les voisins européens serait hasardeuse dans la mesure où certaines démarches ne sont pas prises en compte, l'environnement est toutefois propice à cette stratégie.

Pour finir, depuis quelques années, la prise en compte des enjeux extra-financiers dans la gestion financière globale des sociétés de gestion s'est naturellement développée. Ainsi, près de 60% des sociétés interrogées par Novethic déclarent avoir mis en place des passerelles entre l'analyse extra-financière et l'analyse financière dans leurs structures. Cette part est en constante augmentation puisqu'elle était de 47% en 2009. La prise en compte des enjeux extra-financiers sur l'ensemble des actifs offre à cette approche un effet de levier conséquent, mais il convient de traiter avec mesure les volumes financiers puisque la stratégie d'intégration reste une stratégie « molle » à géométrie variable.

En guise de conclusion, au 31 décembre 2012, l'encours de l'investissement socialement responsable s'élève à 149 Mds d'euros en France et se caractérise par une détention majoritaire par les institutionnels. Au sein des investisseurs institutionnels, nous notons le poids croissant des assureurs qui se sont largement orientés vers l'ISR tandis que c'est l'épargne salariale qui véhicule l'essentiel des encours des particuliers. En outre, la croissance de l'ISR français demeure soutenue bien que certains considèrent qu'elle s'essouffle progressivement. Nous allons donc dans une prochaine section, vérifier si l'engouement pour l'ISR risque de s'estomper dans les années à venir ou si au contraire, les perspectives semblent encourageantes.

#### *4. Perspectives*

Nous avons mis en évidence le caractère porteur de l'investissement socialement responsable qui connaît une croissance notable depuis une dizaine d'années. Cette évolution tient en partie à une vague de conversions de fonds classiques à l'ISR, y compris des fonds distribués par les banques et les assureurs. Toutefois, il semble qu'elle est surtout à mettre au profit de la généralisation du mouvement sur le marché comme en témoigne la présence de considérations extra-financières dans la quasi-totalité des appels d'offres des institutionnels aujourd'hui alors qu'aucun mandat ISR n'était alloué en 2003. Ceci est aussi à mettre à l'actif des institutions françaises qui aspirent à démocratiser l'ISR et souhaitent promouvoir une définition simple et marketable de cet investissement.

Malgré le manque de visibilité dont pâtissent les fonds ISR auprès des particuliers, ce marché présente des signes optimistes, notamment par l'intermédiaire de l'application de critères extra-financiers aux unités de compte détenues sur les contrats d'assurance-vie qui se développe auprès des assureurs ou des banques. De plus, l'Investissement Socialement Responsable jouit d'une bonne visibilité au sein des médias qui pourrait s'avérer propice à la progression du marché des particuliers. La mise en place des premiers mandats ISR cette année par une banque privée en France est également de bon augure.

En ce qui concerne l'épargne salariale, véritable moteur de l'ISR, son dynamisme risque malheureusement d'être emprunté par les modifications de l'environnement réglementaire au travers de mesures fiscales moins favorables au développement de ce type d'épargne.

A l'occasion de la « semaine de l'ISR », évènement parrainé par tous les organismes de la Place et soutenu par le Ministère du développement durable mais qui déplore toujours l'absence de la Fédération Bancaire Française, les réseaux de distribution tels que les banques et les assurances sont fortement sollicités afin de cibler les épargnants.

Pour ce qui est des institutionnels, le marché reste porteur en France et demeure le plus approché par les distributeurs de produits ISR. Dans ce segment dynamique, l'ambition et la visibilité des politiques mises en place ainsi que les stratégies ISR privilégiées seront les éléments clés de la pérennisation de sa croissance. En effet, bien que le marché hexagonal demeure dominé par les stratégies de filtrage positif dont le best-in class, les gérants d'actifs s'orientent progressivement vers les démarches d'exclusions normatives. Un des enjeux pour les sociétés de gestion sera donc de vérifier la pertinence de l'offre de produits en matière de stratégie adoptée mais également de communication.

Pour conclure, afin de poursuivre sa croissance en France et partout en Europe, il semble primordial que soient estompées les multiples disparités de l'ISR au niveau européen. En l'occurrence, le fossé entre l'approche norvégienne pour laquelle l'application d'une exclusion normative suffit à qualifier une gestion d'ISR et l'approche française qui se veut particulièrement exigeante, ne peut perdurer. Il est de préciser que l'application de la définition norvégienne en France entraînerait la qualification de 80% du marché en gestion ISR, tandis qu'il ne représente que 4% avec la définition française. Afin de promouvoir un ISR qui soit transparent pour les investisseurs et puisse devenir un instrument du financement de la transition écologique comme l'a indiqué la Conférence Environnementale dans sa feuille de route de 2012, il est donc essentiel de combler certaines distances entre les multiples approches. C'est dans cette optique que l'association Française de la Gestion Financière et le Forum pour l'Investissement Responsable ont adopté une nouvelle définition de l'investissement socialement responsable le 1<sup>er</sup> Juillet 2013.

Toutefois, la promotion d'une plus grande simplicité ne doit pas réduire ce mouvement à une thématique particulière et se faire aux dépens de la qualité du marché. En outre, les objectifs actuels de l'investissement responsable ne sont pas encore clairement identifiables auprès des investisseurs, tout simplement car ce marché de niche s'est converti en une exigence des investisseurs. Néanmoins, si les sociétés de gestion commencent à aborder l'ISR comme une compétence, il n'en demeure pas moins que l'ISR, dont la performance est encore en débat parmi les économistes, doit encore faire ses preuves et démontrer qu'il apporte une réelle valeur ajoutée à long terme.

Par conséquent nous allons, dans les prochains chapitres de ce mémoire, étudier le sujet de la performance de l'ISR afin de juger de son potentiel de développement et d'expansion.

## *II. La responsabilité peut-elle être gage de performance ?*

Dans la gestion de son portefeuille, tout investisseur rationnel a pour but de maximiser son utilité. Ainsi, dans ses choix d'investissement, il souhaite minimiser le coût de son comportement et de ses convictions. De cette façon, un investisseur aux convictions morales ou éthiques fortes, peut être amené à sacrifier une part de performance financière contre une performance environnementale, sociale ou gouvernementale supérieure. Si ce type de comportement semble croître sur les marchés financiers, il reste minoritaire face aux investisseurs en quête d'un rendement maximum et occultant toute considération extra-financière.

C'est ce comportement que les partisans de l'ISR dénoncent et contredisent en affirmant qu'investir de manière responsable n'entraîne pas une diminution du rendement mais que cela peut, au contraire, être gage de performance. En effet, les défenseurs du mouvement arguent qu'il n'est pas déraisonnable de penser qu'un cercle vertueux peut s'instaurer, la vertu amenant la performance.

Face à ce point de vue source d'abondants débats s'appuyant sur une littérature vaste, nous nous proposons dans cette partie de passer en revue les différentes théories et études relatives à la performance de l'investissement socialement responsable.

L'objectif de ce présent chapitre est de fournir l'essentiel des tenants et des aboutissants afin de comprendre s'il est raisonnable d'attendre de l'ISR des performances convaincantes avant de nous faire notre propre idée à travers une étude empirique.

### *A. Débat théorique*

D'après les théories de gestion de portefeuille, l'objectif de tout investisseur est de maximiser la rentabilité de son investissement tout en minimisant le risque encouru. Or, tout investisseur bénéficie d'un rendement fonction du risque qu'il est prêt à supporter si bien qu'un investissement convenablement diversifié lui permettra d'optimiser le couple rendement/risque. Cette vision s'appuie sur le concept de frontière efficiente de Markowitz<sup>16</sup>. Plus tard, Derwall et al<sup>17</sup> ont soutenu cette théorie en affirmant que le rendement espéré d'un portefeuille présentant des contraintes d'investissement, comme c'est le cas dans le cadre de l'ISR, ne peut présenter un rendement supérieur à celui d'un portefeuille dénué de contrainte.

A cette théorie moderne de la finance, les partisans de l'ISR rétorquent que les marchés sont imparfaits et focalisés sur le moyen voire le court terme. Ainsi, l'impact des comportements socialement responsables des entreprises ne serait pas encore intégré dans les prix des actifs ISR qui seraient pour le moment sous-évalués et qui bénéficieraient aux investisseurs à long terme.

Au cours de cette partie, nous allons exposer les différentes hypothèses concernant l'impact de l'application de critères extra-financiers dans les choix d'investissement sur la performance :

- Hypothèse 1 : l'impact est négatif, la contrainte générée par les considérations morales réduit le pouvoir de diversification.
- Hypothèse 2 : l'impact est positif, la restriction de l'univers d'investissement est bénéfique.
- Hypothèse 3 : l'impact est nul, le comportement socialement responsable ne permet pas d'attendre un gain supplémentaire et ne génère pas de perte particulière.

---

<sup>16</sup> Portfolio Selection (1952)

<sup>17</sup> *The Eco-Efficiency Premium Puzzle (2005)*

## 1. *Impact négatif*

La thèse d'une sous-performance par rapport à l'investissement conventionnel s'appuie sur des fondements théoriques reconnus. Le principal consiste en l'application de la théorie financière développée en 1952 par Harry Markowitz : la théorie moderne du choix de portefeuille. L'économiste américain décrivait la diversification comme le vecteur d'optimisation du rendement d'un portefeuille rapporté au risque. En d'autres termes, un portefeuille diversifié permet de réduire le risque sans devoir sacrifier une partie du rendement.

En effet, la théorie énonce que la sélection d'actifs dont la corrélation est faible réduit la volatilité du portefeuille si bien que le risque de connaître une chute de la rentabilité est moindre lorsqu'on panache des valeurs variées que lorsqu'on agrège des actifs d'un même secteur.

La formalisation la plus aboutie de cette théorie est le modèle d'évaluation des actifs financiers ou MEDAF. Développé à la fin des années 1950 sous le nom de CAPM<sup>18</sup>, ce modèle permet une meilleure compréhension des équilibres financiers et énonce que tous les investisseurs cherchent à optimiser le rendement tout en minimisant le risque de leur portefeuille. Pour ce faire, ils doivent minimiser la variance du portefeuille, ce qu'ils parviennent tant bien que mal à faire en le diversifiant au maximum.

De cette manière, un portefeuille construit à partir d'un univers d'investissement large, composé d'un grand nombre de valeurs, sera plus efficient qu'un portefeuille soumis à des contraintes qui réduisent la sélection à un faible nombre d'entreprises.

La théorie financière exhorte donc les investisseurs à diversifier tant que possible leur portefeuille. Or, l'essence même de l'ISR vise à sélectionner les entreprises en fonction de critères sociaux, environnementaux et de gouvernance. Ainsi, en restreignant volontairement l'univers d'investissement, l'investissement socialement responsable réduit les opportunités de diversification, ce qui occasionnerait, selon Levy<sup>19</sup>, pour une rentabilité équivalente du portefeuille, un risque supérieur ou une rentabilité inférieure pour un risque équivalent.

Ensuite, de nombreux économistes expliquent la sous performance de l'investissement socialement responsable par le coût généré par les démarches de RSE. En effet, en entreprenant des actions dans le but d'améliorer ses performances extra-financières, la firme supporte un supplément de coût qui fait obstacle à la maximisation des profits sous contrainte des coûts. L'idée de tenir compte de considérations autres que financières vient en contradiction de la pensée de Milton Friedman qui voulait que l'unique responsabilité d'une firme était de répondre aux attentes de ses actionnaires et donc de générer du profit.

Or, si une entreprise est soumise à une contrainte de coûts plus lourde que ses concurrentes, il est raisonnable d'en déduire qu'elle sera moins performante puisque les surcoûts se répercutent sur les prix des produits qui perdent, dès lors, en compétitivité. Tant et si bien que l'entreprise enregistre des profits moindres, son action en pâtissant, tout comme la rentabilité du portefeuille ISR.

Toutefois la théorie du surcoût de la RSE est loin de faire l'unanimité parmi les chercheurs et les économistes. De plus, si l'on s'en tient à l'héritage de Friedman qui veut que la responsabilité de l'entreprise consiste à répondre aux attentes des actionnaires, il serait opportun de se demander si leurs attentes se limitent toujours à la simple rentabilité.

---

<sup>18</sup> Capital Asset Pricing Model

<sup>19</sup> Equilibrium in an Imperfect Market: A constraint on the number of securities in the portfolio (1978)

Les partisans de la théorie selon laquelle l'intégration de critères ESG dans la gestion de portefeuille aurait un impact négatif sur la performance disposent du soutien de nombreux chercheurs affirmant notamment que les fonds ISR subiraient un surcoût causé par la création d'univers spécifiques. C'est notamment le cas de Luther et al.<sup>20</sup> ou A. Rudd<sup>21</sup> qui avancent que l'intégration d'une contrainte de quelque nature dans l'univers d'investissement d'un portefeuille pénalise ses performances. En outre, R. Clow<sup>22</sup> et Scholtens<sup>23</sup> soulignent que la création d'un univers d'investissement restreint induit un biais industriel dans la mesure où un certain nombre d'industries sont exclues, ce dernier concentre son risque sur un plus petit nombre de secteurs.

Pour conclure, la théorie financière et un certain nombre de chercheurs semblent condamner l'ISR à de maigres performances. En effet, selon Le Maux et al.<sup>24</sup>, également soutenus par Renneboog et al.<sup>25</sup>, De Brito et al.<sup>26</sup> et Burlacu et al.<sup>27</sup>, la frontière efficiente de l'investissement socialement responsable se situerait en dessous de celle de l'investissement classique.

## 2. Impact positif

Depuis quelques années, la contradiction entre l'atteinte des objectifs de l'entreprise et le respect de considérations sociales ou environnementales tend à s'estomper. En effet, s'il était traditionnellement inéluctable de devoir arbitrer à un moment ou à un autre pour obtenir des résultats extra-financiers, il semble désormais concevable de concilier performances financières et performances environnementales, sociétales et gouvernementales.

La seconde tendance avance donc qu'un investisseur qui appliquerait ses convictions morales à ses choix d'investissement en restreignant son univers d'investissement aux seules entreprises vertueuses jouirait d'un rendement supérieur à un investisseur classique. L'ISR permettrait donc de bénéficier d'un ensemble de sources de création de valeur jusqu'à présent ignoré.

Cette hypothèse est profondément valorisante pour l'investisseur puisqu'elle lui permet de faire le bien tout en performant bien, ou « doing well while doing good »<sup>28</sup>.

Le corollaire est qu'elle est foncièrement improbable puisqu'elle signifie que l'investisseur classique n'optimiserait pas son portefeuille alors qu'il en a la possibilité, il serait donc tout sauf rationnel.

Ainsi, plusieurs théories peuvent être citées. Tout d'abord, Porter et van der Linde<sup>29</sup> font partie des pionniers dans l'expression d'une relation positive entre les performances financières et extra-financières des firmes. Ils désignent spécifiquement les innovations environnementales comme des leviers de compétitivité et de productivité à travers le concept d'éco-efficience.

L'éco-efficience semble pouvoir être étendue aisément aux considérations sociétales puisqu'une démarche de gestion soucieuse des externalités tant environnementales que sociales peut s'avérer bénéfique que ce soit à travers la réduction de certains coûts ou par la hausse de revenus.

En effet, une telle stratégie permet de réaliser des économies en termes de matériel (gestion des stocks, recyclage) et d'énergie (isolation) mais peut également prévenir d'éventuels coûts liés à des conflits (grèves, procès) ou à des accidents. De plus, elle peut conférer aux entreprises vertueuses

---

<sup>20</sup> "The investment performance of UK ethical unit trusts" (1992)

<sup>21</sup> "Social responsibility and portfolio performance" (1981)

<sup>22</sup> "Money that grows on trees" (1999)

<sup>23</sup> "Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds" (2005)

<sup>24</sup> "La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ?" (2004)

<sup>25</sup> "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior" (2008)

<sup>26</sup> "L'Investissement Socialement Responsable" (2005)

<sup>27</sup> "Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains" (2003)

<sup>28</sup> "Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds" (1993)

<sup>29</sup> "Towards a new conception of the environment-competitiveness relationship" (2005)

des gains de part de marché du fait de la réputation et de l'image positive auprès des consommateurs. Cette hypothèse est également soutenue par De Morsella qui affirme que les bonnes pratiques des entreprises transparaissent sur leurs cours de bourse et influencent positivement le coût du capital. De plus, Joliat<sup>30</sup> nous indique que la RSE est également un gage de performance future de l'entreprise puisqu'elle va lui permettre de s'armer pour affronter l'avenir.

Ensuite, l'hypothèse de Carter se fonde sur l'idée qu'une réglementation contraignante, contrairement aux préjugés, n'est pas un frein à la productivité d'une firme mais un moteur qui peut conférer un avantage compétitif, notamment vis-à-vis d'États où les législations sont plus laxistes.

En effet, il est parfois nécessaire que la législation incite les entreprises à développer de nouveaux procédés et de nouvelles technologies permettant d'accroître leur rendement.

En outre, des imperfections peuvent échapper à la vigilance des entreprises et générer des coûts cachés comme par exemple une mauvaise gestion des déchets dans une usine qui peut engendrer un gaspillage de matières premières. Ainsi, l'apparition d'une réglementation au sujet des rejets permettra à l'entreprise de prendre conscience de ce gaspillage, de gérer plus efficacement les déchets et donc de réduire les dépenses en matières premières.

De cette manière, l'investissement socialement responsable, en privilégiant les entreprises les plus efficaces, joue le rôle du législateur de l'hypothèse de Carter. Si bien que les investisseurs responsables vont inciter les entreprises à améliorer leur RSE en influant sur le coût du capital.

De plus, la théorie des parties prenantes de Freeman est largement citée pour affirmer les bénéfices de l'engagement actionnarial et de la gouvernance d'entreprise. En effet, l'implication des parties prenantes dans l'entreprise par le biais du dialogue actionnarial constitue un stimulateur pour l'entreprise qui est encouragée à atteindre ses objectifs extra-financiers.

Revelli<sup>31</sup> nous indique qu'un certain nombre d'auteurs ont confirmé les bénéfices de l'activisme actionnarial, c'est le cas de Gompers et al<sup>32</sup>. En effet, les investisseurs, par l'exercice de leurs droits de vote ou par la proposition de résolutions, sont en mesure de véhiculer leurs valeurs et de les faire adopter par l'entreprise.

Enfin, Renneboog et al admettent que l'utilisation d'un écran de sélection réduisant l'univers d'investissement confère aux investisseurs une information complémentaire aux analyses financières et par conséquent une valeur ajoutée dans le cadre de la gestion de leur portefeuille.

Au final, l'investissement socialement responsable pourrait présenter des facteurs encourageants pour sa performance car la restriction de l'univers d'investissement ne se limite pas à la réduction de la diversification. Ainsi, les entreprises vertueuses auraient tout intérêt à continuer leurs efforts dans le cadre de la RSE et les investisseurs à les privilégier au détriment des moins vertueuses. Enfin, selon cette théorie, l'ISR permettrait d'appréhender des informations non prises en compte par le marché à l'heure actuelle, si bien qu'il existerait des possibilités d'arbitrage à long terme sur les marchés.

---

<sup>30</sup> "Fonds de placement responsables : Un intérêt pour l'investisseur ? " (2006)

<sup>31</sup> "La performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : approche méta-analytique" (2011)

<sup>32</sup> "Corporate Governance and Equity Prices" (2003)



### 3. *Impact nul*

Les partisans de cette tendance cultivent l'idée qu'il n'existe pas de différence statistiquement significative entre les performances des fonds ISR et traditionnels. Ainsi, l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance lors de la sélection des investissements n'influencerait pas significativement les rentabilités espérées par les investisseurs. La surperformance de l'ISR serait donc un phénomène transitoire en adéquation avec la théorie moderne de la finance selon laquelle il n'est pas possible de « battre le marché ».

En guise d'illustration, Landier et Nair<sup>33</sup> énoncent qu'une éventuelle surperformance de l'ISR ne relèverait que d'un effet d'aubaine dû à l'essor du mouvement qui permettrait de réduire le coût des entreprises socialement responsables mais que cet effet cessera dès lors que la proportion de nouveaux investisseurs responsables stagnera.

Cette thèse d'une performance semblable entre l'investissement classique et l'ISR est étayée par Goldreyer et Diltz<sup>34</sup> qui l'expliquent par plusieurs raisons dont la première est la multiplication des transactions sur les marchés boursiers qui a permis de rendre les coûts des opérations sur les titres très faibles. Ensuite, les décalages d'information ont été considérablement réduits du fait de la rapidité des flux d'informations aujourd'hui et de sa disponibilité. Enfin, les auteurs affirment que la taille des marchés, composés d'un nombre conséquent d'entreprises, permettrait de diluer l'effet lié à l'exclusion ou à l'inclusion d'entreprises sur la base de considérations ESG. Cette pensée est soutenue par Gillet<sup>35</sup> qui énonce que l'impact de la diversification devient minime dès lors que le nombre de titres franchit la cinquantaine.

En outre, certains économistes considèrent que l'instauration d'une démarche RSE par une entreprise n'a d'influence sur sa performance boursière dans la mesure où le surcoût est compensé par un supplément de revenu généré par l'action. Enfin, une dernière catégorie d'acteurs de la finance soutient cette hypothèse en s'appuyant sur le fait que les fonds ISR, et notamment ceux de type Best in Class, sont une aberration dans la mesure où ils ne sont guère différents des fonds classiques<sup>36</sup>.

En conclusion, alors que certains auteurs se prononcent en faveur de la performance financière des produits ISR, d'autres, au contraire, concluent à un impact négatif de l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans la gestion de portefeuille sur son rendement. Une troisième catégorie de chercheurs estime, quant à elle, qu'il n'existe pas de différence notable entre les performances des fonds ISR et de leurs équivalents traditionnels. Finalement, après avoir analysé les différentes théories relatives à la performance de l'investissement responsable, nous nous trouvons dans l'incapacité d'en déduire une conclusion incontestable c'est pourquoi nous allons observer les différents travaux empiriques sur le sujet.

---

<sup>33</sup> " Investing for Change: Profit from Responsible Investment" (2008)

<sup>34</sup> " The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection"

<sup>35</sup> " Les performances des fonds « éthiques » et vicieux " (2008)

<sup>36</sup> Hennion "Best-in-class : la norme française" (2011)

## *B. Panorama des études*

### *1. Historique des études*

Cette présente section a pour objectif de présenter les résultats des principales études menées dans le but de trancher cette question. La constellation d'études sur l'investissement socialement responsable témoigne de l'engouement qu'il suscite et prouve, si tant est que ce soit nécessaire, que c'est un sujet qui passionne depuis une vingtaine d'années. Nous allons pouvoir constater, à travers une revue chronologique des études, que celles-ci sont très hétérogènes et ont évolué au fil des époques, si bien que la présence du débat semble pleinement légitimée.

Parmi les premières études sur la performance de l'ISR, la plupart sont axées sur le marché américain et s'appliquent à comparer des fonds socialement responsables à des fonds traditionnels. De cette façon, les études de Luther, Matotko et Corner<sup>37</sup>, d'Hamilton et al<sup>38</sup>, de Mallin<sup>39</sup>, de Goldreyer et Diltz et de Statman<sup>40</sup>, s'accordent sur le fait que l'investisseur socialement responsable n'est pas en mesure d'espérer un quelconque impact de ses convictions sur le rendement de ses placements. En effet, il ne semble exister aucune différence significative entre les performances des fonds socialement responsables et des fonds classiques, l'application de critères éthiques n'influençant donc pas de façon déterminante le rendement.

Néanmoins, Goldreyer et Diltz expliquent que le type d'écran utilisé peut avoir un effet sur la performance. En effet, ils notent que les fonds appliquant un filtrage positif ont tendance à surperformer ceux utilisant un filtrage négatif, corroborant ainsi l'idée que le screening positif, plus rigoureux dans sa démarche, serait plus performant que le screening négatif.

Ces premières études traitant notre problématique et parues avant 2000, soutiennent donc que l'intégration de considérations environnementales, sociales ou de gouvernance dans les choix d'investissement n'influencent ni positivement, ni négativement le rendement des investisseurs. Toutefois, ces conclusions sont sujettes à controverses en raison d'un certain nombre de lacunes. Premièrement, les études manquent de finesse dans le choix des critères extra-financiers appliqués dans la mesure où les auteurs ont créé des portefeuilles en agrégeant des fonds affichant des stratégies et des considérations morales différentes sans distinguer leurs objectifs ou leurs spécificités. Ensuite, les portefeuilles créés par les auteurs ne sont pas optimaux, si bien que toute généralisation d'une conclusion est hasardeuse.

Le 21ème siècle va permettre aux chercheurs de s'affranchir des faiblesses affichées par les premiers articles et de s'orienter progressivement vers l'analyse de portefeuilles d'actions pour gagner en précision. Dès lors, les résultats obtenus gagnent en homogénéité.

L'étude de Burlacu, Girerd-Potin et Dupré portant sur la comparaison d'un échantillon de fonds américains entre 1997-2002, corrobore l'absence d'écart de performance financière significatif entre l'investissement classique et l'investissement éthique, tant en termes de sélection des titres que de market timing. Si bien que les auteurs se sont interrogés sur l'existence réelle d'un surcoût de l'éthique voire sur le caractère réellement éthique des fonds qualifiés comme tels.

Butz<sup>41</sup> s'intéresse quant à lui au marché européen et décide d'analyser la performance boursière des firmes. Il en déduit que si les démarches de responsabilité entreprises par les sociétés ont un impact

---

<sup>37</sup> " The investment performance of UK ethical unit trusts" (1992)

<sup>38</sup> " Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds " (1993)

<sup>39</sup> " The Financial Performance of Ethical Investment Funds" (1995)

<sup>40</sup> " Socially Responsible Mutual Funds" (2000)

<sup>41</sup> " Decomposing SRI Performance - Extracting Value Through Factor Analysis " (2003)

positif sur la performance de leur action en bourse, les engagements seraient quant à eux susceptibles d'avoir un effet inverse. Ainsi, les bonnes pratiques seraient saluées par les marchés tandis que les promesses seraient moins bien perçues. Dans le même ordre d'idée, les travaux de Gompers et al aboutissent à la conclusion qu'une bonne gouvernance et une prise en compte des actionnaires seraient bénéfiques à l'entreprise, l'ISR pouvant donc être source de performance.

Dès 2005, Derwall et al. se focalisent sur la thématique de l'environnement en comparant des fonds américains à haut score écologique à un portefeuille composé de piètres acteurs en matière écologique sur la période 1995-2003. De cette manière, ils observent une surperformance du portefeuille écologique par rapport au marché sur la période tandis que le portefeuille à bas score a plutôt sous performé. L'ISR serait donc source de performance bien que l'étude ait volontairement négligé l'effet de diversification, réduisant de ce fait la crédibilité et l'utilisation des résultats.

En 2006, l'étude menée par Girerd-Potin et al<sup>42</sup> sur les performances d'entreprises européennes entre 1999 et 2004 établit un lien significatif et substantiel entre la note éthique des sociétés et le rapport rentabilité/risque. Ainsi, les auteurs mettent en évidence une performance significativement inférieure des titres éthiques sur la période. Ils expliquent davantage cette sous-performance par un sacrifice consenti par les investisseurs socialement responsables dans le cadre de la détention de titres en adéquation avec leurs valeurs que par l'exigence d'une prime de risque pour posséder des titres à risque social ou environnemental fort. Toutefois, l'étude conclut que la tendance est à l'estompement du différentiel de rendement entre l'ISR et l'investissement classique, les entreprises s'étant rapidement adaptées à cette nouvelle demande et aux impératifs croissants.

En 2007, Sedlacek<sup>43</sup> mène une étude sur les coûts de l'investissement sur le marché américain. Il observe que les coûts sont de différentes natures et sont tout d'abord liés à l'élaboration d'un univers d'investissement spécifique nécessitant la construction d'une méthodologie adaptée par la société de gestion. Ensuite, il met en évidence les frais d'exécution liés à un bouleversement des positions par le gestionnaire de portefeuille suite à la modification de l'univers ou à la dégradation de la note extra-financière d'une entreprise. Finalement, les charges administratives ainsi que le coût de mise à jour des bases de données sont autant de coûts supplémentaires par rapport à un investissement traditionnel qui pénalisent la performance de l'ISR.

Cette constatation est supportée par des auteurs partisans de la théorie des coûts, parmi lesquels nous retrouvons Strasser<sup>44</sup>, Geczy et al<sup>45</sup>, Bauer<sup>46</sup> ou encore Rudd, qui ajoute que l'engagement actionnarial, à travers le reporting des entreprises et l'instauration de dialogues, est également un coût supplémentaire supporté par l'ISR.

Par la suite, en Octobre 2007, le rapport publié par The United Nations Environment Program Finance Initiative<sup>47</sup> (UNEP FI), fondé sur une base de travaux rigoureux, conclut que les performances de l'investissement socialement responsable sont semblables à celles de l'investissement classique.

---

<sup>42</sup> "Les investisseurs paient pour l'éthique : conviction ou prudence ?" (2006)

<sup>43</sup> "Socially responsible investing: More than meets the eye" (2007)

<sup>44</sup> "Socially Responsible Investment: How sustainable are Socially Responsible Investments?" (2011)

<sup>45</sup> "Investing in Socially Responsible " (2003)

<sup>46</sup> "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style" (2005)

<sup>47</sup> "Demystifying Responsible Investment Performance" (2007)

En 2008, Edmans<sup>48</sup> décide de mener une étude similaire à celle de Derwall en 2005 mais en se focalisant cette fois-ci sur les thématiques sociales et gouvernementales. Au cours de ses travaux, il observe qu'entre 1984 et 2005, les entreprises offrant les meilleures conditions de travail aux Etats Unis ont surperformé le marché de manière significative et cela indépendamment des méthodologies employées. Il met ainsi en exergue la sous-évaluation par le marché des actions mises en œuvre par les entreprises dans le cadre de l'amélioration des conditions de travail. Or, l'instauration de ce type de politique est un signal de surperformance extra-financière témoignant d'une gouvernance de qualité dans la mesure où elle amenuise les risques de réputation liés à une exposition médiatique autour de scandales ou de mouvements syndicaux.

Cette même année, l'étude de Statman et Glushkov<sup>49</sup> s'oriente vers l'impact des stratégies de première génération, à savoir l'exclusion des secteurs du vice. Ils supportent l'hypothèse qu'il est possible de faire le bien et de bien le faire (« *doing good while doingwell* ») en appliquant une stratégie de type « best in class ». Les aboutissements de leurs travaux témoignent que la stratégie d'exclusion pure et dure d'une industrie du vice réduirait la rentabilité tandis que l'usage d'un screening positif serait source de surperformance. Ces conclusions viennent corroborer l'intuition de Goldreyer et Diltz et sont en partie soutenues par les travaux de Hong et Kacperczyk<sup>50</sup>.

En l'occurrence ces derniers constatent que les entreprises du vice (jeu, alcool ou tabac) offrent des rentabilités supérieures au marché et l'expliquent par un partage du risque restreint à des investisseurs prêts à subir la pression sociale. Ces résultats et conclusions contrastent avec la théorie financière et supposent la possibilité de réaliser des arbitrages à long terme.

En outre, Renneboog et al<sup>51</sup>, considèrent que les investisseurs socialement responsables acceptent de supporter un surcoût lié à leur aversion aux entreprises peu vertueuses. Ainsi, ils soulignent que dans une démarche socialement responsable, un investisseur sélectionne uniquement des entreprises ayant des externalités positives sur l'environnement, certaines offrant des rendements positifs, d'autres inférieurs au marché. A l'inverse, il refuse d'investir dans les entreprises offrant des rendements positifs mais produisant des externalités négatives et accroît de surcroît son exposition au risque en réduisant ses opportunités de diversification.

Galema et al<sup>52</sup> poursuivent les travaux de Schröder qui avait conclu à une absence de différence de performance significative entre l'investissement appliquant des critères socialement responsables et un investissement traditionnel mais dont le test avait été biaisé par le choix d'indices qui n'étaient pas mutuellement exclusifs. Les auteurs construisent donc des portefeuilles d'actions mutuellement exclusifs et aboutissent à des résultats plus nuancés selon que soit interdite ou non la vente à découvert. En effet, en présence de vente à découvert, l'investisseur socialement responsable aurait tendance à accroître le risque de son portefeuille pour une espérance de rentabilité inchangée tandis qu'avec une interdiction de vente à découvert, l'investisseur ne subirait pas de perte.

En Novembre 2009, le rapport de Mercer<sup>53</sup> traite des recherches publiées après le rapport de l'UNEP FI en 2007. S'il a majoritairement observé une corrélation positive entre l'intégration de critères extra-financiers et la performance financière, il conclut toutefois qu'il existe une multitude de cas

---

<sup>48</sup> "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices" (2008)

<sup>49</sup> "The wages of social responsibility" (2008)

<sup>50</sup> "The Price of Sin: The Effect of Social Norms on Markets" (2008)

<sup>51</sup> "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior" (2008)

<sup>52</sup> "The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment" (2009)

<sup>53</sup> "Shedding Light on Responsible Investment: Approaches, Returns and Impacts" (2009)

particuliers et divers facteurs impactant les résultats comme la qualité de la société de gestion, la stratégie adoptée mais également la période d'analyse. Si bien que l'auteur considère que les considérations environnementales, sociales et de gouvernance, n'ont pas un impact uniforme sur la performance financière.

En 2011, le rapport de GMI Ratings<sup>54</sup> qui réalise une large revue de la littérature académique et des recherches universitaires, met en évidence que les portefeuilles ISR affichent des performances comparables aux portefeuilles classiques et que l'application d'une stratégie responsable n'a pas d'impact négatif sur la diversification.

Enfin, la dernière étude que nous avons pris soin de relater dans ce vaste panorama est celle de Gil-Bazo et al<sup>55</sup>, menée en 2010 sur le marché outre Atlantique. En mesurant la performance des fonds ISR, les auteurs cherchèrent à analyser les facteurs explicatifs d'une potentielle différence de rentabilité entre fonds ISR et classiques. Sur la période 1995-2007, les fonds ISR analysés affichèrent une meilleure performance avant décompte des frais mais également après décompte des frais. Qui plus est, la comparaison des frais des fonds ISR et classiques gérés par une même société de gestion ferait apparaître des frais moindres pour l'investissement socialement responsable que pour l'investissement classique.

Pour conclure cette revue des études, nous nous sommes intéressés aux travaux de Revelli et Viviani<sup>56</sup> en 2011. Les auteurs ont procédé à une méta-analyse sur un corpus empirique regroupant 61 études internationales réalisées au cours des trente dernières années. Les résultats observés empiriquement semblent conformes à la théorie économique : hétérogènes et complexes. Ainsi, le travail rigoureux mené sur le corpus tend à prouver qu'il n'existe pas de lien significatif entre une démarche responsable et la performance, l'ISR ne présentant pas de surcoût financier et offrant un rendement similaire à un placement traditionnel. Par ailleurs, les auteurs s'accordent sur le fait que les choix méthodologiques des auteurs influencent significativement les résultats des études.

Par exemple, la mesure de performance sélectionnée par un auteur influe sur les résultats obtenus. Ainsi, une mesure ajustée au risque permet d'aboutir à un impact nul de l'ISR tandis qu'une mesure non ajustée au risque permet d'observer un effet positif bien que non significatif. En outre, les études dans lesquelles les auteurs constituent leur portefeuille à partir de notations extra-financières concluent généralement d'un impact positif de l'intégration de critères ESG sur la performance alors que la conclusion est différente en cas d'analyse de portefeuilles ISR déjà existants. De plus, les études menées sur des fonds ISR obligataires concluent majoritairement à un impact négatif, tout comme les recherches publiées en comparaison des travaux non publiés.

---

<sup>54</sup> "Ten things to know about Responsible Investing and Performance" (2011)

<sup>55</sup> "The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies" (2010)

<sup>56</sup> "Financial Performance of Socially Responsible Investment (SRI) : A meta-analysis" (2011)

## 2. Conclusion

Comme nous venons de le constater, une pléiade d'études traite de la performance de l'investissement socialement responsable sans toutefois parvenir à un consensus quant aux résultats obtenus. Par conséquent, les travaux menés légitiment la présence des débats théoriques puisqu'ils sont tout autant contrastés et ne permettent pas de dégager une conclusion sans équivoque. Cette absence de consensus s'explique notamment par la diversité des méthodes employées mais également par la complexité du mouvement.

Si les premières parutions s'accordaient sur l'absence de différence significative entre l'investissement socialement responsable et l'investissement classique en termes de performance, elles affichaient toutefois des lacunes importantes et méritaient d'être complétées. Pour ce faire, la littérature académique a progressivement comblé certaines faiblesses et abouti à des conclusions plus nuancées en mettant en évidence la multitude de cas particuliers ne permettant pas d'apporter une réponse unique à ce débat aux multiples facettes.

En l'occurrence, les résultats varient considérablement en fonction du type d'écran choisi ou des considérations morales intégrées à l'analyse, comme en témoigne le travail effectué par Revelli qui, sur les 161 études recensées, a noté que 40 d'entre-elles concluaient à un impact positif de l'ISR sur la performance, 41 à un impact négatif et 80 à un impact neutre.

Néanmoins, c'est avant tout le manque d'harmonisation dans les méthodes employées et dans la façon d'aborder la question qui ressort de ce vaste panorama et qui rend présomptueuse toute tentative de synthèse et d'agrégation. Les conclusions ne semblent en effet pas indépendantes des méthodes employées ou des bases de données utilisées. Ainsi, la méthodologie employée comporte bien souvent un biais dans la mesure où l'étude d'indice fait reposer un risque de biais sectoriel tandis que l'étude de fonds comporte le risque d'associer à l'ISR un écart de performance relevant davantage de la qualité du gestionnaire d'actifs. De même, l'Investissement Socialement Responsable s'inscrit dans une stratégie de long terme et les études portent essentiellement sur des comparaisons de rentabilité, celle-ci étant calculée sur les marchés financiers de court terme.

Par conséquent, la démarche de l'étude semble perfectible et nécessiterait notamment de parvenir à se positionner sur une échelle temporelle cohérente avec les objectifs des fonds de l'échantillon. Cependant, les deux types d'investissement s'inscrivent-ils sur la même échelle ? Pragmatiques, Phillips et al. (2007) considèrent que la littérature demeurera divisée tant que des militants pour et contre les investissements socialement responsables existeront. Néanmoins, certains auteurs<sup>57</sup> commencent à repositionner le débat afin de ne plus se demander si l'ISR est ou non performant, mais plutôt dans quelles conditions il peut l'être.

Au terme de ce chapitre, nous ne pouvons conclure raisonnablement sur la performance de l'investissement socialement responsable tant la littérature et les différentes études sont hétérogènes. Néanmoins, la tendance semble tout de même s'orienter vers l'absence de différence significative entre l'investissement traditionnel et l'investissement socialement responsable, prenant le contre-pied de la ferveur des défenseurs du mouvement mais également de la certitude de ses détracteurs voués à la cause de la théorie financière moderne.

---

<sup>57</sup> King et Lenox (2001), Lanoie, Ambec et Scott (2007)

### III. Etude empirique et développements

Dans cette dernière partie, l'objectif est d'apporter une étude empirique afin de compléter la théorie abordée et la revue de littérature proposée. Ces dernières ne nous ont pas permis de conclure à un impact déterminant de l'intégration de contraintes socialement responsables sur la performance d'un portefeuille. En effet, la diversité dans les méthodologies ainsi que la présence de multiples cas particuliers ont causé des résultats divers et variés, ne permettant pas de trancher définitivement le débat.

Ainsi, nous allons procéder à une étude de la performance de l'ISR en utilisant deux approches. La première consistera à mesurer la performance d'un indice socialement responsable européen, l'Advanced Sustainable Performance Indices (ASPI), par comparaison avec un indice conventionnel, le Dow Jones Euro Stoxx. La seconde consistera en l'étude de la performance de différents fonds commercialisés en France et ayant obtenu le label ISR Novethic. Dans un premier temps, nous allons tout d'abord nous attarder sur la méthodologie qui sera employée dans nos études empiriques.

#### *A. Méthodologie employée pour évaluer la performance de l'ISR*

Afin de mesurer la performance de l'ISR, nous allons dans un premier temps calculer la rentabilité des actifs financiers étudiés. Mesure la plus simple, elle permet de nous fournir une première vision quant à la tendance suivie par les actifs. Ainsi, grâce à une base de données comprenant les cotations mensuelles, les performances mensuelles pour un mois  $i$  seront calculées selon la formule logarithmique suivante :

$$R_i = \ln\left(\frac{V_i}{V_{i-1}}\right)$$

Avec :  $R_i$  la rentabilité mensuelle,

$V_i$  la Valeur de l'actif au dernier jour du mois

$V_{i-1}$  la valeur de l'actif au dernier jour du mois précédent.

En présence de rentabilités logarithmiques, la moyenne de plusieurs périodes est obtenue par le calcul de la moyenne arithmétique :

$$\bar{R} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i$$

Avec :  $\bar{R}$  la moyenne des rentabilités mensuelles sur la période d'étude

$n$  le nombre de données dans l'échantillon

Dans un souci de visibilité, nous avons pris soin d'annualiser la moyenne des rentabilités mensuelles par le biais de la formule suivante :

$$\overline{R_{annuelle}} = (1 + \overline{R_{mensuelle}})^{12} - 1$$

Ensuite, afin de poursuivre l'analyse de la performance des actifs financiers, il est essentiel d'obtenir une mesure du risque, caractérisé par la volatilité. Ainsi, nous allons donc procéder au calcul de la variance des échantillons :

$$\sigma^2(R) = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n - 1}$$

Avec  $\sigma^2(R)$  la variance de l'échantillon.

De plus, afin d'obtenir la mesure de volatilité, nous utiliserons l'écart type calculé de la manière suivante :

$$\sigma(R) = \sqrt{\sigma^2(R)}$$

Avec  $\sigma(R)$  l'écart type de l'échantillon.

De la même manière que pour la moyenne des rentabilités, nous avons annualisé les volatilités mensuelles grâce au calcul suivant :

$$\sigma_{\text{annuel}} = \sqrt{12} \times \sigma_{\text{mensuel}}$$

Afin d'approfondir notre analyse, nous introduisons deux autres mesures de performance, le ratio de Sharpe que nous utiliserons pour les deux études et l'alpha de Jensen qui nous servira lors de l'étude sur l'indice ASPI Eurozone.

Le ratio de Sharpe permet de mesurer l'écart de rentabilité entre un actif financier et le taux d'un placement sans risque rapporté à l'écart-type de la rentabilité de cet actif. Autrement dit, il permet de rapporter la prime de risque sur la volatilité et de nous indiquer le supplément de rentabilité obtenu par unité de risque. Cette mesure repose notamment sur l'hypothèse d'une distribution normale des rentabilités de l'actif financier et d'un taux sans risque constant sur la période. Toutefois, ces limites seront sans incidence significative sur les résultats obtenus.

$$\pi = \frac{\bar{R}_i - R_f}{\sigma(R_i)}$$

Avec :  $\pi$  le ratio de Sharpe

$R_f$  le taux sans risque sur la période étudiée

La seconde mesure que nous utiliserons pour l'étude de l'indice socialement responsable est l'alpha de Jensen. Selon le modèle d'équilibre des marchés financiers (MEDAF), la rentabilité d'un actif doit répondre à l'équation suivante :

$$E(R) = R_f + \beta (E(R_M) - R_f)$$

Avec  $\beta_i = \frac{\text{cov}(R; R_M)}{\sigma^2_M}$  la mesure du risque systématique de l'actif, risque non diversifiable

$R_M$  la rentabilité moyenne du marché

$\sigma^2_M$  la variance du marché



Si bien que la surperformance de l'actif financier par rapport à sa performance espérée est caractérisée par l'alpha de Jensen donc le calcul est le suivant :

$$\alpha = R - E(R)$$

Enfin, l'objectif de cette étude empirique étant de vérifier s'il existe une différence de performance entre l'ISR et l'investissement traditionnel, nous avons analysé les différences de rentabilité entre ces deux types d'investissement. Ainsi, nous avons calculé la moyenne et l'écart type des différences de rentabilité entre l'actif ISR et son benchmark.

Dans le cadre de la conclusion de notre analyse, il convient de vérifier que les résultats obtenus soient significatifs d'un point de vue statistique. Pour ce faire, nous avons réalisé des tests d'hypothèse par le biais du test de Student sur la différence des rentabilités. Ainsi, ce test nous permet de savoir si, à un niveau de confiance choisi, il nous est possible de rejeter ou non l'hypothèse de départ  $H_0$  contre l'hypothèse  $H_1$ , avec :

$$H_0: \mu_d = R_{ISR} - R_{benchmark} = 0$$

Cette hypothèse correspond donc à une absence de différence significative entre les performances de l'investissement socialement responsable et de l'investissement classique.

$$H_1: \mu_d = R_{ISR} - R_{benchmark} \neq 0$$

La valeur du t-test, qui suit une loi de Student, avec n-1 degrés de liberté, est obtenue grâce à la formule suivante :

$$t_d = \frac{\mu}{\frac{\sigma}{\sqrt{n}}}$$

Avec :  $\mu$  la moyenne des différences  
 $\sigma$  l'écart type des différences  
n le nombre de données de l'échantillon

Nous pouvons ensuite utiliser la table de Student pour comparer la valeur obtenue à la valeur de la table t pour le niveau de confiance choisi et le degré de liberté qui correspond à la taille de l'échantillon diminué de un.

Ainsi, si  $t_d < |t|$ , l'hypothèse  $H_0$  ne peut être rejetée si bien que la différence entre la performance de l'ISR et celle de son benchmark n'est pas significative, au niveau de confiance choisi.

## B. Etude de la performance de l'indice ASPI Eurozone

L'indice ASPI Eurozone, est un indice établi par Vigeo, leader européen de la notation extra-financière créé en 2002 par la reprise des activités d'Arèse. Lancé le 28 Juin 2001 avec pour base 1000 au 31 décembre 2000, il rassemble les 120 entreprises de la zone euro cotées en bourse (Indice Euro Stoxx) qui recueillent les meilleures opinions de l'agence sur leur performance extra-financière. Les domaines évalués par Vigeo tous les semestres sont les suivants : Environnement, Gouvernance d'entreprise, Ressources Humaines, Droits de l'homme, Pratiques professionnelles et Responsabilité sociale. Ainsi, l'agence octroie un score aux entreprises pour chaque domaine en fonction de leur performance par rapport aux entreprises du même secteur. La grille utilisée est la suivante<sup>58</sup> :

	Note Vigeo	Score ASPI
Leader	++	4
Avancé	+	3
Moyen	=	2
Inférieur à la moyenne	-	1
Indifférent	--	0

La note finale de chaque entreprise correspond à la moyenne géométrique des notes dans l'ensemble des domaines évalués et les entreprises sont classées en fonction de cette note. Les 100 premières du classement sont automatiquement admises dans l'Aspi Eurozone tandis que les 20 autres sont sélectionnées parmi les 40 entreprises suivantes.

De cette manière, les entreprises dont les performances extra-financières sur les critères déterminés par l'agence sont jugées trop faibles ou celles ayant fait l'objet de condamnations ou de controverses ne sont pas admises. La composition de l'indice au 31 Mai 2013 est présentée dans l'Annexe 2.

Cet indice est destiné à servir de benchmark dans la zone euro afin de promouvoir une conception positive du développement durable. De plus, il représente un support pour les investisseurs désireux de connaître les entreprises en conformité avec la RSE ou à minima celles présentant la capacité de respecter les objectifs environnementaux, sociaux ainsi que de gouvernance.

La cotation de l'indice est calculée de la même manière que son indice de référence, à savoir le Dow Jones Euro Stoxx c'est-à-dire par capitalisation flottante, soit le nombre de titres de capital circulant sur le marché.

**Index Formula**

$$\text{Index} = \frac{M_t}{B_t} \cdot BV = \frac{\sum_{i=1}^n (p_{it} \cdot q_{it} \cdot X_{it}^{\text{euro}} \cdot f_{it})}{C_t \cdot \sum_{i=1}^n (p_{i0} \cdot q_{i0} \cdot X_{i0}^{\text{euro}})} \cdot BV$$

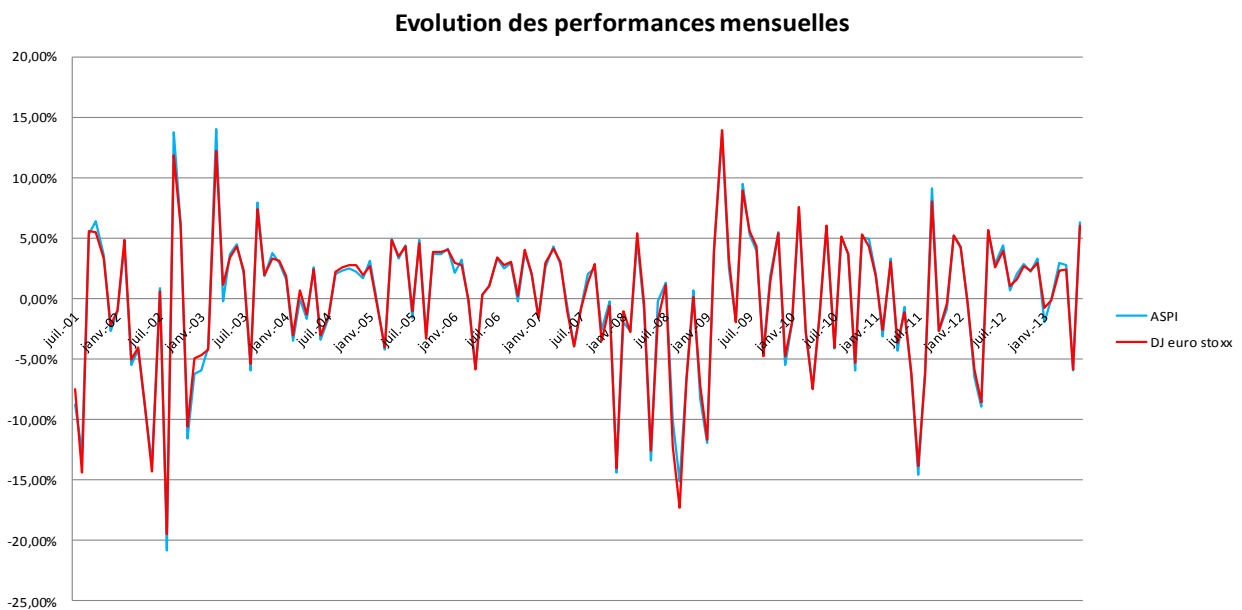
$n$  = Number of stocks in the index  
 $p_{it}$  = Price of stock (i) at time (t)  
 $f_{it}$  = free float factor of comp. (i) at time (t)  
 $q_{it}$  = Number of shares of company (i) on the base date  
 $C_t$  = Adjustment factor for the base date market capitalisation  
 $M_t$  = Free float market capitalization of the index at time (t)  
 $B_t$  = Adjusted base date market capitalization of the index at time (t)  
 $X_{it}$  = Cross rate: domestic currency in euros of company (i) at time (t)  
 $BV$  = base value (= 1,000)

$p_{i0}$  = Closing price of stock (i) on the base date  
 $q_{i0}$  = Number of shares of company (i) at time (t)  
 $t$  = Time the index is computed

<sup>58</sup> Aspi eurozone factsheet

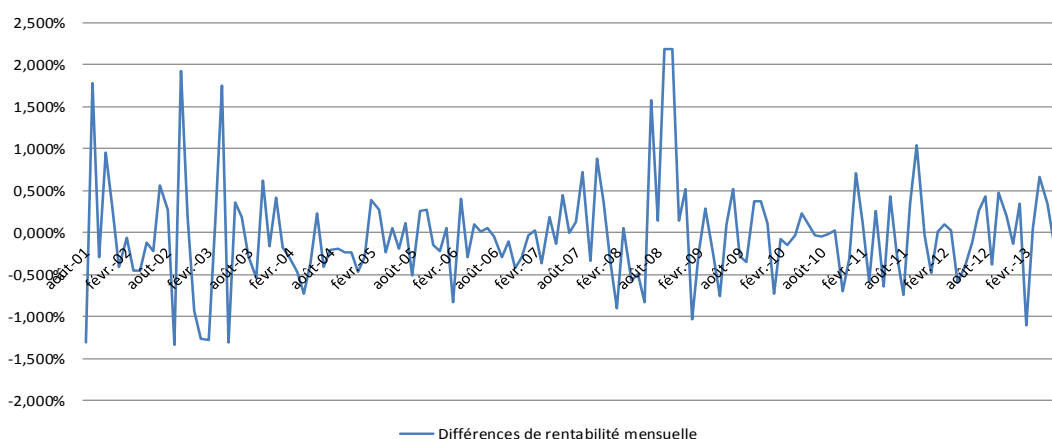
Le benchmark utilisé dans notre étude est logiquement l'indice de référence de l'ASPI, à savoir l'indice Dow Jones Euro Stoxx qui est un sous-indice de l'indice DJ Eurostoxx 600. Composé d'un nombre variable de valeurs oscillant autour de 300, l'indice comprend les entreprises à grandes, moyennes et petites capitalisations de douze pays de la zone euro : l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, l'Allemagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays Bas, le Portugal et l'Espagne.

Nous avons mesuré la performance de l'ASPI Eurozone 120 en appliquant la méthodologie citée précédemment à partir d'une base de données remontant à la date de lancement de l'indice, soit le 28 Juin 2001. A noter que dans la mesure où nous sommes en présence d'indices européens, nous avons décidé de travailler sur les prix en EUR des deux indices. En outre, le choix du taux de placement sans risque s'est porté sur l'Euribor 1 Mois afin de disposer d'un référentiel européen. Afin d'établir une différence de performance entre l'indice ISR et son benchmark, nous avons comparé l'évolution des rentabilités logarithmiques mensuelles des deux indices.



Ce graphique met en évidence l'évolution parallèle de l'indice ASPI et de son benchmark l'indice DJ Euro stoxx. En effet, nous remarquons que les différentes variations connues par les indices sont semblables avec des courbes qui se superposent malgré de légers écarts aux extrema, tant à la hausse qu'à la baisse. La première impression laissée par ce graphique semble corroborer l'idée que les deux typologies d'investissement bénéficient de performances similaires. Néanmoins, afin d'obtenir plus de précision dans notre analyse, observons directement l'évolution des différences de performances mensuelles entre les deux actifs.

### Evolution de l'écart de performance entre l'Aspi et le DJ Euro Stoxx



Si l'évolution de l'indice ASPI est presque identique à celle de son benchmark, l'analyse des différences mensuelles montre toutefois une légère sous performance de l'indice ASPI par rapport à l'indice Dow Jones Euro Stoxx sur la période allant de juillet 2001 à juillet 2013. En effet, la courbe des différences mensuelles semble vraisemblablement se situer majoritairement sous l'axe des abscisses. Nous allons le vérifier à travers l'analyse des différentes mesures de performance calculées et retracées dans le tableau ci-dessous.

Juillet 2001-Juillet 2013	Moyenne mensuelle annualisée	Volatilité mensuelle annualisée	Ratio de Sharpe	$\beta$	Alpha de Jensen
ASPI EUROZONE	-1.855%	20.03%	-0.201	1.016	-0.002216
DJ EURO STOXX	-1.605%	19.61%	-0.193	1	
Test de Student	-0.4168				
Euribor 1 mois	2.171%				

L'impression d'une performance identique des deux indices laissée par les précédents graphiques malgré une relative sous performance de l'Aspi Eurozone est confirmée par les calculs de performance effectués. En effet, l'écart de rentabilité annualisée sur cette vaste période marquée par un krach boursier en 2001-2002 et une crise financière de grande ampleur dès 2007 est infime (-0.25%) pour une différence de volatilité tout aussi peu éloquente.

Cette similitude dans les performances est confortée par les ratios de Sharpe qui sont très proches puisque l'écart est de 0.008. De même, l'observation de l'alpha de Jensen n'apporte guère d'intérêt du fait de sa modicité.

Pour conclure, la différence de performance entre l'Aspi et le DJ Euro Stoxx n'est pas significative statistiquement puisqu'à un intervalle de confiance de 95% et un degré de liberté de 143, la valeur indiquée par la table de Student est de 1.96. Or, la valeur obtenue lors du test est inférieure à 1.96 si bien que nous ne sommes pas en mesure de rejeter l'hypothèse  $H_0$  selon laquelle la différence de rentabilité entre les deux indices tend à être nulle.

Une analyse plus détaillée des performances sur la période met en évidence des disparités temporelles. En effet, si les performances montrent une relative similitude entre l'ASPI et l'Euro Stoxx avec toutefois une légère sous performance de l'indice ISR, la segmentation en deux sous-périodes nous apporte quelques éclaircissements.

En effet, en scrutant la différence des rentabilités, nous avons observé que la rentabilité de l'Aspi avait eu tendance à être inférieure à son benchmark entre 2001 et 2007 puis supérieure. Ainsi, nous avons pris l'initiative d'étudier les performances sur deux périodes : Juillet 2001- Juillet 2007 puis Août 2007- Juillet 2013, le choix de cette segmentation tenant au déclenchement de la crise des subprimes en juillet 2007, à l'origine de la crise financière dont l'ampleur n'est plus à commenter.

Juillet 2001-Juillet 2007	Moyenne mensuelle annualisée	Volatilité mensuelle annualisée	Ratio de Sharpe	$\beta$	Alpha de Jensen
ASPI EUROZONE	2.477%	19.50%	-0.017	1.04	-0.011
DJ EUROSTOXX	3.535%	18.66%	0.0386	1	
Test de student	0.607				
Euribor 1 mois	2.814%				

Août 2007-Juillet 2013	Moyenne mensuelle annualisée	Volatilité mensuelle annualisée	Ratio de Sharpe	$\beta$	Alpha de Jensen
ASPI EUROZONE	-6.018%	20.47%	-0.369	0.997	0.00473
DJ EUROSTOXX	-6.510%	20.41%	-0.394	1	
Test de student	-1.207				
Euribor 1 mois	1.532%				

Ces résultats nous confortent dans l'observation de deux tendances au sein de la période analysée. En outre, l'indice ASPI a sous-performé son benchmark entre février 2001 et juillet 2007, dans une période où les marchés ont enregistré des performances positives, du moins après le krach boursier de 2001-2002. A l'inverse, nous observons que lors de la période suivante allant d'août 2007 à juillet 2013, dans une période de crise où les marchés ont essuyé de lourdes pertes, l'indice socialement responsable s'est mieux comporté que son benchmark.

Cette constatation nous amène à nous interroger sur l'éventuel rôle de valeur refuge dont pourrait bénéficier l'ISR. En effet, dans des périodes de crise comme celle que nous avons vécue récemment où les investisseurs ont fui les marchés suite aux dérives de la finance, la performance extra-financière pourrait être avantageuse.

Néanmoins, nous notons que les données sont très proches entre les indices, tant en termes de rentabilité, de volatilité ou de mesures de performance plus élaborées. Par ailleurs, cette absence de différence significative est corroborée par le test statistique qui ne permet pas de rejeter l'hypothèse  $H_0$  et donc d'attester d'une différence significative d'un point de vue statistique.

Cette étude sur l'indice de Vigeo confirme la théorie selon laquelle il n'y aurait pas de différence de performance entre l'ISR et l'investissement traditionnel. Ceci n'est au final pas surprenant dans la mesure où les rentabilités de l'indice et de son benchmark présentent un coefficient de corrélation fort et proche de l'unité (0.99). En l'occurrence, les valeurs qui composent l'Aspi Eurozone représentent 75 % de la capitalisation boursière du DJ Euro Stoxx puisque 45 des 50 plus grandes entreprises de la zone euro sont admises dans l'indice responsable. Toutefois, c'est le cas de la majorité des indices éthiques et cela n'a pas fait obstacle à leur intégration dans le paysage financier, leur consultation et même leur utilisation par les sociétés de gestion. Par ailleurs, l'admission dans des indices « ISR » demeure un élément fondamental pour la réputation et la communication des entreprises à une époque où la responsabilité est un véritable sujet.

### *C. Etude de la performance d'un échantillon de fonds labellisés*

Le Label ISR Novethic, premier du genre en Europe, a été lancé en France en 2009 avec pour objectif de faire progresser la transparence et les pratiques des fonds ISR et d'offrir un repère aux investisseurs particuliers. En effet, le marché français a vu se développer un nombre conséquent de fonds ISR (plus de 300 actuellement), si bien que le label, accordé par un organisme indépendant, offre un support aux épargnants et l'assurance d'une intégration satisfaisante des considérations sociales, environnementales et de gouvernance dans la gestion des fonds. Afin de promouvoir la transparence des fonds, Novethic exige des fonds labellisés qu'ils publient la liste des valeurs qui les composent, ce qui n'est pas le cas pour des fonds traditionnels. Le centre de recherche recueille chaque année 100 à 200 dossiers de candidature par an, ce qui témoigne de l'apport et de l'attention portée à ce label au sein du marché hexagonal de l'ISR.

L'obtention du label repose sur une méthodologie sérieuse se déroulant en quatre étapes :

- L'analyse des entreprises sur les plans environnementaux, sociaux et de gouvernance : les pratiques doivent avoir un impact déterminant sur les choix d'investissement et concerner au moins 90% du fonds.
- La société de gestion doit présenter une conformité au code de transparence AFG-FIR qui informe notamment les épargnants quant au processus ISR adopté par le gérant.
- La société de gestion doit fournir, en complément de son reporting financier, un reporting extra-financier de qualité avec une fréquence et une disponibilité régulière.
- La liste exhaustive des valeurs composant le fonds doit être publiée au minimum semestriellement.

Suite à l'étude empirique sur la performance de l'indice ASPI Eurozone, nous poursuivons par l'analyse de la performance de fonds ISR. Ce processus n'est pas des plus aisés étant donné l'absence de consensus quant à la définition de l'investissement socialement responsable mais également en raison de l'hétérogénéité de l'offre de produits ISR.

Ainsi, nous avons sélectionné 38 fonds commercialisés en France, investis dans des entreprises de la zone euro ou en Europe et labellisés par Novethic. Les caractéristiques de ces fonds sont reprises dans l'annexe 3. La taille de cet échantillon, composé de plus de 30 données, est selon la théorie statistique, suffisamment large pour obtenir des résultats pertinents.

Dans le cadre de notre étude sur la performance de l'investissement socialement responsable par rapport à l'investissement classique, nous avons décidé de comparer la performance de chaque fonds ISR avec son benchmark en utilisant une méthode proche de celle déjà exposée pour l'étude de l'ASPI. Nous avons ainsi créé une base de données comprenant l'historique mensuel des 38 fonds à partir des données de Yahoo Finance sur la période janvier 2000 - août 2013.

Toutefois, l'hétérogénéité des fonds labellisés, notamment du fait de leurs différentes dates de création, ne permet pas toujours de remonter à cette date. Ainsi, la majorité des fonds ont été créés avant 2002 tandis que 11 fonds ont été créés après 2007 et l'émergence de la crise des subprimes.

Nous disposons donc d'un ensemble de valeurs pour chaque fonds (plus de 50 par fonds), ce qui est suffisant pour obtenir des résultats statistiquement significatifs.

Sur la base de ces données, nous avons calculé la moyenne ainsi que la volatilité annualisées des rentabilités pour l'ensemble des fonds et leur benchmark. Nous avons également procédé à la mesure du ratio de Sharpe pour chaque instrument.

La question que nous nous sommes posée est la suivante : les fonds ISR ont-ils atteint leur objectif, à savoir de surperformer leur benchmark ?

Afin de répondre à cette interrogation, nous avons travaillé en deux temps. Tout d'abord, nous avons calculé la différence de rentabilité mensuelle entre chaque fonds et son benchmark, obtenant de ce fait l'écart de rentabilité mensuelle de chacun.

Ensuite, nous avons calculé la moyenne mensuelle des écarts de rentabilité entre les fonds ISR et leur benchmark et analysé les résultats.

Il en résulte que sur la période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2000 au 31 juillet 2013, l'ISR a, en moyenne, obtenu des performances semblables à l'investissement classique. En effet, la moyenne annualisée des différences mensuelles s'élève à + 0.1017% sur la période avec des disparités notoires causées par les différents cycles économiques et la création disparate de fonds. Ensuite, l'écart type annualisé des différences mensuelles s'établit à 14,07%.

En effet, si la majorité des fonds (21 sur 38) présentent des données entre le 1<sup>er</sup> janvier 2000 et le 1<sup>er</sup> janvier 2002, il n'en demeure pas moins que 11 fonds ont été créés après 2007.

De plus, le test d'hypothèse réalisé grâce au test de Student est le même que celui réalisé lors de l'étude de l'indice ASPI Eurozone :  $H_0 = R_{ISR} - R_{CVON} = 0$ . Le t-test calculé s'élève à 0.0266 tandis que pour un intervalle de confiance de 95% à 162 degrés de liberté, la table renvoie la valeur de 1.96. Ainsi, nous ne sommes à nouveau pas en mesure de rejeter l'hypothèse  $H_0$ , l'investissement socialement responsable ne jouissant donc pas d'une performance significativement différente, d'un point de vue statistique, de l'investissement classique.

De la même manière que dans l'étude de l'ASPI Eurozone, il semble pertinent de segmenter les données en deux sous périodes, une symbolisée par une relative expansion à la suite du krach boursier de 2001-2002 jusqu'aux prémices de la crise financière de 2007 et une autre débutant en août 2007 lors de l'apparition de la crise des subprimes.

Nous aboutissons à des résultats en conformité avec ceux signalés précédemment puisqu'il apparaît que durant la première période, les fonds ISR ont été légèrement moins performants que leur benchmark avec une différence moyenne de -0.0148%. A l'inverse, du 1<sup>er</sup> août 2007 au 31 juillet 2013, les fonds ont atteint leur objectif en surperformant leur benchmark avec un écart de performance moyen de +0.0379%. Ceci nous rassure quant à la pertinence de notre interrogation soulevée précédemment, à savoir de l'éventuel caractère de valeur refuge de l'ISR.

Toutefois, le test d'hypothèse nous confirme une nouvelle fois que nous ne sommes pas en mesure de rejeter l'hypothèse selon laquelle il n'y aurait pas de différence significative entre les performances des deux investissements, et ce, sur les deux périodes.

Afin d'approfondir notre étude sur les fonds ISR, nous avons décidé de présenter les performances des fonds ISR et de leur benchmark selon deux approches afin de connaître l'influence de chacun des critères sur la performance. Ainsi, nous avons tout d'abord classé les fonds étudiés selon leur benchmark puis selon la stratégie ISR adoptée.

	Moyenne mensuelle Annualisée			Volatilité mensuelle annualisée		Ratio de sharpe		Euribor 1 mois
	Fonds	Benchmark	Ecart	Fonds	Benchmark	Fonds	Benchmark	
<b>MSCI EMU</b>								
Allianz citizen care	17,60%	8,91%	8,68%	13,50%	17,75%	1,259	0,468	0,61%
BNP valeurs durables	-2,62%	-3,00%	0,38%	17,94%	19,11%	-0,282	-0,285	2,44%
Ecureuil bénéfiques responsable	-2,99%	-3,00%	0,01%	17,20%	19,11%	-0,316	-0,285	2,44%
Edr euro sri	1,61%	-3,00%	4,61%	20,18%	19,11%	0,050	-0,189	0,61%
Euro capital durable	1,58%	-1,08%	2,66%	16,28%	19,14%	-0,033	-0,167	2,12%
Hsbc action dvpt durable	-2,23%	-3,00%	0,77%	19,01%	19,11%	-0,246	-0,285	2,44%
Palatine actions défensives euro	-2,48%	-7,18%	4,69%	11,47%	20,10%	-0,356	-0,437	1,60%
<b>MSCI EURO</b>								
MAM Humanis	-2,22%	-3,41%	1,19%	20,17%	19,32%	-0,231	-0,303	2,44%
Ethique et partage	-3,63%	-3,41%	-0,23%	17,05%	19,65%	-0,347	-0,290	2,29%
<b>MSCI EUROPE</b>								
Allianz euréco	-5,31%	-4,17%	-1,13%	21,88%	17,34%	-0,3126	-0,3290	1,53%
BNP Paribas etheis	2,13%	2,14%	-0,02%	16,16%	15,85%	0,0053	0,0065	2,04%
Label Europe Action	5,85%	2,14%	3,70%	16,27%	15,85%	0,2341	0,0065	2,04%
MAIF Investissement Responsable Europe	10,35%	9,93%	0,42%	16,00%	14,96%	0,6072	0,6214	0,64%
<b>ESTX 50 NR</b>								
Actions nord sud	-1,96%	-2,59%	0,63%	16,05%	20,07%	-0,231	-0,216	1,74%
AG2R actions isr	1,77%	1,96%	-0,20%	20,92%	19,78%	-0,014	-0,005	2,06%
AXA Euro Valeurs Responsables	-0,94%	-1,40%	0,46%	19,49%	19,57%	-0,173	-0,196	2,44%
CCR Actions Engagement Durable	0,76%	4,01%	-3,24%	19,66%	17,52%	-0,061	0,117	1,96%
Epargne éthique actions	-5,05%	-1,93%	-3,12%	18,67%	19,51%	-0,401	-0,224	2,43%
Euro Active Investors	-2,77%	-1,40%	-1,37%	20,97%	19,57%	-0,249	-0,196	2,44%
Europe éthique expansion	-0,95%	-0,28%	-0,68%	17,44%	20,00%	-0,180	-0,123	2,19%
Fédérés isr euro	-1,67%	-1,86%	0,19%	19,62%	19,75%	-0,207	-0,215	2,39%
Gérer Multi-factoriel euro	0,62%	-1,40%	2,02%	17,85%	19,57%	-0,102	-0,196	2,44%
LFR actions solidaires	-2,77%	1,89%	-4,66%	19,78%	20,51%	-0,186	0,048	0,90%
LFR euro dvp durable	-5,09%	-1,80%	-3,29%	19,85%	20,54%	-0,323	-0,152	1,32%
MACIF croissance durable	-4,62%	-3,64%	-0,97%	21,81%	20,60%	-0,284	-0,253	1,57%
MACIF croissance euro	-1,00%	-0,37%	-0,64%	19,47%	19,92%	-0,167	-0,132	2,26%
MAIF retraite croiss durable	1,63%	0,68%	0,95%	18,28%	18,72%	-0,016	-0,066	1,92%
MG croissance durable europe	-1,73%	-0,37%	-1,36%	19,42%	19,92%	-0,205	-0,132	2,26%
Objectif Investissement responsable	1,97%	1,08%	0,89%	16,80%	19,64%	-0,010	-0,054	2,14%
<b>Eurostoxx 600</b>								
LBPAM responsable actions environnement	4,08%	9,09%	-5,01%	15,82%	13,38%	0,221	0,635	0,59%
LBPAM responsable actions euro	1,93%	0,31%	1,62%	17,64%	16,27%	-0,011	-0,111	2,12%
Federal europe ir	4,59%	4,05%	0,54%	17,82%	15,38%	0,144	0,132	2,02%
Mandarine Engagements	8,50%	12,92%	-4,42%	17,51%	14,36%	0,451	0,858	0,61%
<b>CAC 40 NR</b>								
Ecureuil bénéfiques emploi	1,11%	2,61%	-1,50%	16,87%	19,50%	0,006	0,082	1,02%
EdR tricolore rendement	7,29%	0,51%	6,78%	14,26%	18,81%	0,340	-0,103	2,44%
Gérer Multi-factoriel France	2,83%	3,00%	-0,18%	17,33%	18,57%	0,040	0,046	2,14%
Insertion emploi dynamique	-1,24%	0,51%	-1,75%	15,93%	18,81%	-0,231	-0,103	2,44%
Federal actions éthiques	-0,49%	-0,17%	-0,32%	20,63%	18,93%	-0,140	-0,136	2,40%

La présentation des mesures de performance de chaque fonds en fonction de son benchmark confirme l'absence de tendance significative concernant les différences de performance. Nous notons toutefois que le choix du benchmark est susceptible d'influencer le résultat de l'étude dans la mesure où les fonds comparés à l'indice MSCI EMU<sup>59</sup> l'ont tous surperformé tandis que ceux comparés au CAC 40 NR ont eu tendance à le sous-performer. Ainsi, nous pouvons craindre que le choix du benchmark puisse être la source d'un biais, sans toutefois en être certain. Enfin, afin de conclure notre étude empirique, nous avons classé les fonds selon la stratégie employée par la société de gestion afin d'observer son influence éventuelle sur la performance des fonds ISR.

<sup>59</sup> Morgan Stanley Capital International European Economic and Monetary Union



	Moyenne mensuelle Annualisée			Volatilité mensuelle		Ratio de sharpe		Euribor 1 mois
	Fonds	Benchmark	Ecart	Fonds	Benchmark	Fonds	Benchmark	
<b>Best in class</b>								
Euro capital durable	1,58%	-1,08%	2,66%	16,28%	19,14%	-0,033	-0,167	2,12%
Europe éthique expansion	-0,95%	-0,28%	-0,68%	17,44%	20,00%	-0,180	-0,123	2,19%
Fédériss isr euro	-1,67%	-1,86%	0,19%	19,62%	19,75%	-0,207	-0,215	2,39%
Gérer Multi-factoriel euro	0,62%	-1,40%	2,02%	17,85%	19,57%	-0,102	-0,196	2,44%
Gérer Multi-factoriel France	2,83%	3,00%	-0,18%	17,33%	18,57%	0,040	0,046	2,14%
LBPAM responsable actions environnement	4,08%	9,09%	-5,01%	15,82%	13,38%	0,221	0,635	0,59%
MACIF croissance durable	-4,62%	-3,64%	-0,97%	21,81%	20,60%	-0,284	-0,253	1,57%
MACIF croissance euro	-1,00%	-0,37%	-0,64%	19,47%	19,92%	-0,167	-0,132	2,26%
MG croissance durable europe	-1,73%	-0,37%	-1,36%	19,42%	19,92%	-0,205	-0,132	2,26%
Objectif Investissement responsable	1,97%	1,08%	0,89%	16,80%	19,64%	-0,010	-0,054	2,14%
Palatine actions défensives euro	-2,48%	-7,18%	4,69%	11,47%	20,10%	-0,356	-0,437	1,60%
<b>Best in class, exclusion normative</b>								
AG2R actions isr	1,77%	1,96%	-0,20%	20,92%	19,78%	-0,014	-0,005	2,06%
Allianz citizen care	17,60%	8,91%	8,68%	13,50%	17,75%	1,259	0,468	0,61%
Allianz euréco	-5,31%	-4,17%	-1,13%	21,88%	17,34%	-0,3126	-0,3290	1,53%
Federal actions éthiques	-0,49%	-0,17%	-0,32%	20,63%	18,93%	-0,140	-0,136	2,40%
Federal europe ir	4,59%	4,05%	0,54%	17,82%	15,38%	0,144	0,132	2,02%
<b>Best in class, exclusion sectorielle</b>								
Actions nord sud	-1,96%	-2,59%	0,63%	16,05%	20,07%	-0,231	-0,216	1,74%
AXA Euro Valeurs Responsables	-0,94%	-1,40%	0,46%	19,49%	19,57%	-0,173	-0,196	2,44%
Ethique et partage	-3,63%	-3,41%	-0,23%	17,05%	19,65%	-0,347	-0,290	2,29%
Hsbc action dvpt durable	-2,23%	-3,00%	0,77%	19,01%	19,11%	-0,246	-0,285	2,44%
Label Europe Action	5,85%	2,14%	3,70%	16,27%	15,85%	0,2341	0,0065	2,04%
MAIF retraite croissance durable	1,63%	0,68%	0,95%	18,28%	18,72%	-0,016	-0,066	1,92%
MAM Humanis	-2,22%	-3,41%	1,19%	20,17%	19,32%	-0,231	-0,303	2,44%
<b>Best in class, exclusions normative et sectorielle</b>								
BNP Paribas etheis	2,13%	2,14%	-0,02%	16,16%	15,85%	0,0053	0,0065	2,04%
BNP valeurs durables	-2,62%	-3,00%	0,38%	17,94%	19,11%	-0,282	-0,285	2,44%
LBPAM responsable actions euro	1,93%	0,31%	1,62%	17,64%	16,27%	-0,011	-0,111	2,12%
Mandarine Engagements	8,50%	12,92%	-4,42%	17,51%	14,36%	0,451	0,858	0,61%
MAIF Investissement Responsable Europe	10,35%	9,93%	0,42%	16,00%	14,96%	0,6072	0,6214	0,64%
<b>Best in universe</b>								
Ecureuil bénéfiques emploi	1,11%	2,61%	-1,50%	16,87%	19,50%	0,006	0,082	1,02%
Edr euro sri	1,61%	-3,00%	4,61%	20,18%	19,11%	0,050	-0,189	0,61%
Insertion emploi dynamique	-1,24%	0,51%	-1,75%	15,93%	18,81%	-0,231	-0,103	2,44%
<b>Best in universe, exclusion normative</b>								
LFR actions solidaires	-2,77%	1,89%	-4,66%	19,78%	20,51%	-0,186	0,048	0,90%
LFR euro développement durable	-5,09%	-1,80%	-3,29%	19,85%	20,54%	-0,323	-0,152	1,32%
<b>Best in universe, exclusion sectorielle</b>								
Ecureuil bénéfiques responsable	-2,99%	-3,00%	0,01%	17,20%	19,11%	-0,316	-0,285	2,44%
<b>Best in universe, exclusions normatives et sectorielles</b>								
CCR Actions Engagement Durable	0,76%	4,01%	-3,24%	19,66%	17,52%	-0,061	0,117	1,96%
Epargne éthique actions	-5,05%	-1,93%	-3,12%	18,67%	19,51%	-0,401	-0,224	2,43%
<b>Engagement actionnarial</b>								
EdR tricolore rendement	7,29%	0,51%	6,78%	14,26%	18,81%	0,340	-0,103	2,44%
Euro Active Investors	-2,77%	-1,40%	-1,37%	20,97%	19,57%	-0,249	-0,196	2,44%

Tout d'abord, il est essentiel de mettre en évidence la prépondérance de la stratégie Best-in-Class dans notre échantillon puisque vingt-huit des trente-huit fonds ISR étudiés arborent cette approche. Néanmoins, ceci est en accord avec l'état du marché français comme nous avons pu le constater lors de la première partie de ce mémoire. Ensuite, l'approche Best-in-universe est également fortement représentée puisqu'elle est appliquée à huit fonds tandis que l'engagement actionnarial est utilisé sur deux fonds.

De plus, comme nous l'avions souligné précédemment, nombreuses sont les sociétés de gestion appliquant plusieurs stratégies dans la construction de leurs fonds. A titre d'illustration, vingt-deux des trente-huit fonds composant notre échantillon présentent une combinaison d'au moins deux approches, à savoir un filtrage positif combiné à un ou plusieurs écrans d'exclusion.

A ce stade, il serait présomptueux de conclure de la sur ou sous-performance d'une stratégie par rapport à une autre. Néanmoins, il convient de souligner les piètres performances des fonds construits sur une approche best-in-universe (seulement 25% ont surperformé leurs benchmarks) tandis que la stratégie best-in-class couplée à des exclusions sectorielles jouit de bonnes performances, six fonds sur sept ayant surperformé leur benchmark.

Pour conclure sur cette étude portant sur des fonds labellisés, commercialisés en France et investis dans des actions de la zone euro ou d'Europe, les résultats semblent être en conformité avec la littérature académique et la pléiade d'études sur le sujet. En effet, la performance de l'investissement socialement responsable n'est pas significativement différente de celle de l'investissement conventionnel. Toutefois, nous avons constaté au cours de nos études, sur un espace temporel marqué par des périodes d'expansion mais également de crises financières, que l'ISR pouvait présenter un caractère défensif en période de crise. Cependant, ceci demeure une interrogation qu'il conviendrait d'approfondir avec une base de données plus large et un historique plus conséquent.

## *D. Conclusion sur les performances de l'ISR et développement*

Les études que nous avons menées, dans un premier temps sur un indice puis sur des fonds socialement responsables, nous permettent de juger de notre chef de la performance de l'ISR depuis le début des années 2000. Les deux conclusions se rejoignent et aboutissent à une absence de différence significative entre les performances de l'ISR et de l'investissement conventionnel. En effet, bien que des différences apparaissent de manière disparate en fonction des périodes ou des benchmarks utilisés, les performances sont pour le moment semblables.

Par conséquent, si nous ne sommes pas en mesure de valider la théorie moderne de la finance ou la théorie des coûts, la validation de l'hypothèse d'un impact nul de l'intégration de critères extra-financiers dans la gestion de portefeuille nous semble prématurée. En effet, l'ISR est, de par sa nature, une approche de long terme visant une surperformance des entreprises en harmonie avec leur environnement et leurs parties prenantes. Si bien qu'à l'heure où le mouvement semble se démocratiser et considérablement se développer avec un nombre de fonds ainsi que des encours en pleine expansion, le recul demeure insuffisant.

L'ISR reste donc un concept passionnant et sa performance continue de susciter les interrogations car tout laisse à penser que nous sommes à l'orée d'une évolution des critères d'investissement. La multiplication de la littérature à ce sujet et des sources d'informations témoignent de l'apparition et de la prise en compte d'une nouvelle demande. Au-delà du phénomène de mode, dans la mesure où l'investissement responsable offre des performances équivalentes à l'investissement traditionnel, il se mue en une stratégie intéressante pour un nombre croissant d'investisseurs, qu'ils aient ou non des convictions morales. Il est donc légitime de se demander si le nouvel intérêt des investisseurs « mainstream » ne relève pas davantage du pragmatisme que d'une prise de conscience naissante. Cette mutation a bien été intégrée par les sociétés de gestion dont le travail ne se résume plus à la seule analyse financière mais à la combinaison des analyses financières et extra-financières des entreprises dans lesquelles elles investissent.

Dès lors ce constat établi, le débat concernant le rôle des agences de notation extra-financière est relancé. Ainsi, doivent-elles être restructurées afin de tendre vers la création d'un modèle intégré à la notation financière ? Cette vision est soutenue par la fondation Mistra<sup>60</sup> et l'agence SustainAbility<sup>61</sup> dans leurs travaux sur les organismes de recherche ISR qui aboutissent à la conclusion que pour dépasser le stade de marché de niche, l'ISR devra s'ancre dans la sphère financière en prouvant sa traduction financière et économique.

A cette vision s'oppose celle de Peter Kinder, fondateur de KLD Research & Analytics<sup>62</sup>, qui bien que considérant que la preuve d'une traduction économique de l'analyse extra-financière serait bénéfique, refuse l'idée de matérialiser ces enjeux dans l'analyse financière.

En outre, si le débat sur la performance de l'investissement responsable semble logiquement être la clé de l'avenir du mouvement, un autre facteur pourrait se révéler important, à savoir l'intérêt porté par les investisseurs particuliers. En effet, cette clientèle représente un réel casse-tête mais également une véritable source d'optimisme pour les protagonistes de l'ISR. S'il n'est pas

---

<sup>60</sup> Fondation créée par le gouvernement suédois en 1994, dans le but de financer des projets de recherche liés au développement durable.

<sup>61</sup> Agence de conseil en stratégie créée en 1987 au Royaume Uni, elle est aussi implantée en Suisse et aux Etats Unis.

<sup>62</sup> Fondée en 1988 aux Etats-Unis par Peter Kinder et Amy Domini, KLD Research & Analytics se définit comme un leader en matière de recherche sur ISR et de production d'indices « éthiques »

pertinent de comparer les encours détenus par les institutionnels et les particuliers, la différence de dynamisme depuis quelques années entre les deux catégories d'investisseurs soulève les préoccupations.

Ainsi, si on occulte les conversions de fonds actions sous la bannière ISR, le segment des particuliers dans le marché ISR a avant tout connu un mouvement de décollecte depuis le début de la crise en 2007. Les fonds n'ayant pu afficher des performances significativement plus élevées que les fonds classiques, l'ISR n'a pas fait exception à la fuite des investisseurs sur les marchés.

Toutefois, il est important de souligner que les épargnants informés de l'existence de fonds intégrant des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance y portent un réel intérêt. En effet, l'enquête menée par l'institut de sondage Ipsos en 2012 sur la perception de l'ISR par les français, a mis en évidence un attrait pour ce type d'investissement puisque la moitié des personnes interrogées ont affirmé être sensibles aux enjeux extra-financiers. Or, il s'avère que seulement 6% de l'échantillon connaissait l'investissement socialement responsable et 3% avait déjà investi dans des produits ISR. A l'inverse, les deux tiers des sondés n'avaient jamais entendu parler de ce type de placement.

Pour conclure, près de 20% des épargnants interrogés se sont dit prêts à s'orienter vers ces produits si toutefois leurs conseillers les proposaient. Cette étude met donc en exergue un intérêt réel des français pour les considérations environnementales, sociales et de gouvernance mais également un manque de transparence et d'information sur l'investissement socialement responsable.

Il semblerait donc que les professionnels de la finance et notamment les conseillers bancaires et en assurance aient la main sur une vanne d'envergure pour le marché. Ainsi, nous sommes en mesure de nous interroger sur le manque de communication de leur part sur ce genre de produits. Une raison qui peut être invoquée est celle du manque de formation pour une typologie d'offre dont le fonctionnement et la philosophie sont parfois peu intuitifs. Afin de promouvoir l'ISR auprès des particuliers, la formation et l'accompagnement des établissements financiers constituent un enjeu substantiel. Cependant, cette formation est loin d'être une priorité pour la majeure partie des réseaux bancaires ou des compagnies d'assurance. Afin de compenser ce manque, la Fédération Bancaire Française (FBF)<sup>63</sup>, en partenariat avec l'Observatoire de la Responsabilité Sociétale des Entreprises et le Forum pour l'investissement Responsable, a réalisé le guide intitulé « L'ISR, un placement pour les particuliers ». Ce guide, destiné au grand public, a pour objectif d'informer les particuliers sur cet investissement et de guider l'investisseur dans ses choix selon son profil.

Ensuite, un autre levier afin de capter l'attention de la clientèle des particuliers consiste à conduire et multiplier les campagnes d'information et de sensibilisation. Le développement durable est une conception démocratisée dans la société, si bien qu'il est aisé de faire valoir les bienfaits de l'ISR puisque c'est un sujet connu et apprécié des épargnants. C'est dans cet objectif qu'a désormais lieu tous les ans la semaine de l'ISR, sous l'aval du ministère de l'écologie, en tentant de toucher les universités, les banques ou les associations. Néanmoins, afin de promouvoir l'ISR auprès des particuliers, il conviendrait de communiquer régulièrement et de façon pertinente et compréhensible.

Ensuite, comme nous l'avons vu lors de notre étude empirique, l'agence Novethic a lancé en 2009 un label visant à encourager la transparence des fonds ISR. Ce label permet aux épargnants de disposer

---

<sup>63</sup> Organisation professionnelle représentant les établissements bancaires installés en France.

d'une base de données fiable et objective et contraint les sociétés de gestion à communiquer régulièrement sur leurs fonds et à retracer et publier les éléments ESG dans leurs rapports qui ne sont plus uniquement financiers.

Enfin, l'offre de produits ISR doit peut-être être repensée afin de correspondre aux différents investisseurs socialement responsables qui sont, selon la littérature économique, de trois types<sup>64</sup> :

- L'investisseur « values-based »<sup>65</sup> adopte une démarche d'investissement en adéquation avec ses convictions morales. De cette manière, il est celui s'écartant le plus de la théorie de maximisation de l'utilité traditionnelle. En effet, son objectif réside davantage dans l'amélioration du bien-être collectif que dans la maximisation de son utilité personnelle. Sa démarche n'est alors pas économique mais fondée sur des critères exogènes d'ordres moraux.

De façon empirique, ce type d'investisseur ne mettra pas en balance les valeurs « morales » et l'aspect financier dans ses choix d'investissement, les deux ne pouvant selon lui faire l'objet d'un arbitrage. Les produits correspondant à cet archétype sont essentiellement ceux utilisant une stratégie d'exclusion ou dans une moindre mesure une sélection positive ainsi que les fonds thématiques.

- L'investisseur « altruiste » est également attaché à l'atteinte d'un bien-être collectif. Partant du postulat que le marché est imparfait dans la mesure où les externalités, tant positives que négatives, ne sont pas prises en compte, l'individu entreprend une démarche de consommation responsable, fondée sur des critères endogènes. Pour ce faire, il privilégie les entreprises porteuses d'externalités positives et renonce à celles dont les externalités sont négatives, quitte à sacrifier une part du rendement retiré de son investissement. Néanmoins, à l'inverse de l'investisseur « values-based », il pourra être amené à réaliser des arbitrages entre les critères financiers et extra-financiers. Cet investisseur est principalement sensible aux produits ISR de type Best-effort et porte également un intérêt aux fonds thématiques ainsi qu'aux stratégies positives.

- L'investisseur « Value-seeking »<sup>66</sup> est celui se rapprochant le plus de la théorie financière, puisqu'il cherche à maximiser la rentabilité de son investissement en minimisant le risque supporté. Pour cet archétype, les indicateurs extra-financiers témoignent de la qualité financière de l'investissement. Il pourra sacrifier une part de rendement à court terme si et seulement si le risque est moindre, ou l'espérance de rentabilité à long terme est supérieure. L'idée sous-jacente est que les données extra-financières intégrées à la gestion d'un portefeuille ont une traduction financière directe ou indirecte à long terme. Les produits qui leurs correspondent sont ceux de type best-in-class ou ceux pour lesquels une stratégie d'intégration ESG est appliquée.

Pour conclure, nous avons pu observer, au cours de ce chapitre, l'absence de différence significative entre l'ISR et l'investissement traditionnel en termes de performance bien que subsistent de multiples spécificités. En outre, si la question de la performance semble être la clé de voûte de l'avenir de cet investissement, la promotion auprès des particuliers et le développement d'une offre en adéquation avec les différentes typologies d'investisseurs seront également des éléments à privilégier dans un avenir proche.

---

<sup>64</sup> A noter que cette typologie n'intègre pas la démarche d'activisme actionnarial puisque celle-ci s'inscrit davantage dans la gestion de portefeuille que dans le choix de valeurs.

<sup>65</sup> Peter Kinder (2005)

<sup>66</sup> Peter Kinder (2005)

## Conclusion Générale

Né au 18<sup>ème</sup> siècle autour de considérations morales et surtout religieuses, l'investissement socialement responsable se situe à la jonction de la finance et du développement durable. Originellement l'apanage des congrégations religieuses, l'ISR s'est, au fil des années et des événements, démocratisé au sein de la sphère financière et représente désormais un levier dans l'optique de corriger certains comportements. Marché de niche pour certains, l'engouement autour de l'investissement socialement responsable est vigoureux, comme en témoignent l'émergence des agences de notation extra-financière mais surtout la multiplication des produits et fonds socialement responsables et la croissance des encours ISR tant aux Etats Unis qu'en Europe, marchés pionniers.

Néanmoins, il semble que ce marché porteur reste immature et profondément hétérogène dans la mesure où il n'existe pas de consensus, tant du point de vue de la définition même du concept que des méthodes utilisées. Ce manque d'homogénéité est tant dû à la diversité et à la complexité du mouvement qu'aux spécificités culturelles des pays dans lesquels il s'est répandu. En outre, les considérations environnementales, sociales et de gouvernance sont multiples si bien que l'offre de produits s'avère très large afin de répondre aux différentes convictions. Ainsi, les investisseurs disposent d'une large gamme de produits mais également d'informations puisque les agences de notation extra-financière ont développé un panel de supports à destination des investisseurs.

Le développement de l'investissement socialement responsable semble toutefois subordonné à une interrogation largement débattue, tant par les académiques que par les chercheurs : sa performance. Ainsi, les partisans de l'ISR défendent l'idée d'un cercle vertueux dans lequel l'investisseur peut, comme l'énonce l'adage anglais<sup>67</sup>, faire le bien en performant bien, tandis que ses détracteurs, s'appuyant sur la théorie moderne de la finance, sont bien moins optimistes. Les plus modérés quant à eux, considèrent que l'investisseur ne doit pas s'attendre à une quelconque différence de performance entre un investissement classique et un investissement socialement responsable. Les études tentant de trancher cette question se sont multipliées depuis une vingtaine d'années, variant dans leurs méthodologies ou leurs bases de données, sans toutefois parvenir à s'accorder sur un impact univoque de l'intégration de critères sociaux, environnementaux et de gouvernance dans les choix d'investissement. En effet, la littérature admet davantage une absence de différence de performance entre les deux types d'investissement et la présence d'une multitude de cas particuliers.

Après avoir présenté la littérature au sujet de la performance de l'investissement socialement responsable, le présent mémoire a donc proposé une étude empirique sur un indice socialement responsable, l'ASPI Eurozone, ainsi que sur une sélection de fonds labellisés par Novethic. Les résultats indiquent qu'il n'existe pas de différence significative entre les performances de l'ISR et de l'investissement conventionnel sur la période étudiée. Cependant, une analyse des différents cycles économiques au sein de la période d'étude nous a permis de soulever une interrogation, bien que les résultats ne soient pas statistiquement significatifs. Ainsi, l'ISR pourrait se comporter, toute proportion gardée, comme une valeur refuge en période de crise, ce qui pourrait s'expliquer par une mutation des comportements, les investisseurs privilégiant les entreprises

---

<sup>67</sup> " Doing well while doing good "

vertueuses. Ainsi, les résultats des deux études corroborent le constat réalisé à l'issue de la relecture de la littérature académique et ouvrent potentiellement un débat sur le caractère défensif de l'ISR.

Finalement, l'investissement socialement responsable est un marché en devenir où se confondent des desseins variés, allant de la réelle conviction morale à la rationalité financière pure. Le phénomène, qui demeure somme toute récent, présente des signaux positifs quant à son avenir, comme en témoigne le fort engouement autour des produits ISR. La poursuite des études sur le sujet devrait permettre, dans les années à venir, de conclure quant à l'impact réel des considérations extra-financières sur la performance, quand nous n'en sommes pour le moment qu'au stade des convictions. Toujours est-il que, loin de se cantonner à un phénomène de mode, l'investissement socialement responsable dispose du potentiel pour devenir une norme.

C'est pourquoi la question de l'intégration des critères extra-financiers dans l'analyse financière reste en débat, notamment via la fondation Mistra, l'agence SustainAbility mais également Fitch Ratings ou Innovest. Ainsi, nous sommes en mesure de nous interroger sur l'éventualité d'aboutir à une concrétisation du modèle de Statman<sup>68</sup>, avec l'intégration au modèle d'équilibre des marchés financiers une dimension responsable. L'avenir nous dira si cette prise de conscience collective des enjeux autres que financiers aura le mérite de perdurer et de bousculer la théorie financière en s'implantant dans nos modèles classiques.

---

<sup>68</sup> *The behavioral asset pricing model*

## Annexes

### Annexe 1 : Evolution des différentes stratégies ISR en Europe entre 2009 et 2011

TABLEAU 1: La croissance de la stratégie thématique ESG par pays

€Mn	Thématique ESG		TCAC*
	2009	2011	
Pays			
Autriche	€ 129	€ 56	-33,9%
Belgique	€ 595	€ 367	-21,5%
Danemark	€ 0	€ 43	nc
Finlande	€ 0	€ 322	nc
France	€ 3,279	€ 623	-56,4%
Allemagne	€ 2,995	€ 4,523	22,9%
Italie	€ 987	€ 1,051	3,2%
Pays-Bas	€ 3,324	€ 19,914	144,8%
Norvège	€ 0	€ 676	nc
Pologne	€ 0	€ 0	nc
Espagne	€ 0	€ 107	nc
Suède	€ 0	€ 396	nc
Suisse	€ 9,508	€ 11,079	7,9%
Royaume-Uni	€ 4,544	€ 8,932	40,2%
Europe	€ 25,361	€ 48,090	37,7%

Source : Eurostif

\*Taux de croissance annuel composé moyen

TABLEAU 2: La croissance des stratégies de Sélection ESG par pays

€Mn	Sélection ESG		TCAC*
	2009	2011	
Pays			
Autriche	€ 1,314	€ 3,009	51,3%
Belgique	€ 10,530	€ 7,834	-13,7%
Danemark	€ 3,335	€ 127	-80,5%
Finlande	€ 24,453	€ 24,798	0,7%
France	€ 49,406	€ 115,309	52,8%
Allemagne	€ 8,586	€ 13,115	23,6%
Italie	€ 1,829	€ 3,422	36,8%
Pays-Bas	€ 1,046	€ 1,120	3,5%
Norvège	€ 2,093	€ 1,117	-27,0%
Pologne	€ 0	€ 13	nc
Espagne	€ 1,100	€ 1,558	19,0%
Suède	€ 8,800	€ 86,134	212,9%
Suisse	€ 13,080	€ 23,093	32,9%
Royaume-Uni	€ 7,383	€ 2,559	-41,1%
Europe	€ 132,956	€ 283,206	45,9%

Source : Eurostif

\*Taux de croissance annuel composé moyen

TABLEAU 3: La croissance de la stratégie d'exclusion normative par pays

€Mn	Exclusions normatives		TCAC*
	2009	2011	
Pays			
Autriche	€ 1,465	€ 3,862	62,4%
Belgique	€ 23,478	€ 19,744	-8,3%
Danemark	€ 143,917	€ 213,906	21,9%
Finlande	€ 62,650	€ 62,336	-0,4%
France	€ 17,256	€ 679,566	527,5%
Allemagne	€ 6,616	€ 11,255	30,4%
Italie	€ 2,352	€ 314,248	1056,0%
Pays-Bas	€ 125,264	€ 166,359	15,2%
Norvège	€ 372,056	€ 550,843	21,7%
Pologne	€ 2	€ 13	151,2%
Espagne	€ 755	€ 1,119	21,7%
Suède	€ 214,435	€ 259,346	10,0%
Suisse	nm	€ 192	nc
Royaume-Uni	€ 18,310	€ 63,520	86,3%
Europe	€ 988,756	€ 2,346,308	54,0%

Source : Eurostif

\*Taux de croissance annuel composé moyen

TABLEAU 4: La croissance de la stratégie d'exclusions par pays

€Mn	Exclusions		TCAC*
	2009	2011	
Pays			
Autriche	€ 1,336	€ 8,195	147,7%
Belgique	€ 125,027	€ 96,736	-12,0%
Danemark	€ 143,951	€ 244,227	30,3%
Finlande	€ 58,695	€ 83,637	19,4%
France	€ 16,716	€ 15,975	-2,2%
Allemagne	€ 8,893	€ 618,248	733,8%
Italie	€ 308,628	€ 446,790	20,3%
Pays-Bas	€ 368,975	€ 665,108	34,3%
Norvège	€ 378,059	€ 550,843	20,7%
Pologne	€ 1,076	€ 1,174	4,5%
Espagne	€ 27,611	€ 56,226	42,7%
Suède	€ 216,052	€ 339,754	25,4%
Suisse	€ 12,107	€ 429,194	495,4%
Royaume-Uni	€ 82,307	€ 273,180	82,2%
Europe	€ 1,749,432	€ 3,829,287	47,9%

Source : Eurostif

\*Taux de croissance annuel composé moyen



TABLEAU 5: La croissance de l'intégration ESG par pays

€Mn	Intégration ESG		TCAC*
	2009	2011	
Pays	2009	2011	2009-11
Autriche	€ 0	€ 108	nc
Belgique	€ 47,275	€ 13,830	-45.9%
Danemark	€ 83,583	€ 40,027	-30.8%
Finlande	€ 24,963	€ 20,715	-8.9%
France	€ 1,800,000	€ 1,804,781	0.1%
Allemagne	€ 0	€ 11,424	nc
Italie	€ 317	€ 446	18.5%
Pays-Bas	€ 274,385	€ 542,156	40.6%
Norvège	€ 32,400	€ 23,206	-15.4%
Pologne	€ 0	€ 13	nc
Espagne	€ 2,086	€ 7,302	87.1%
Suède	€ 83,512	€ 34,897	-35.4%
Suisse	nm	€ 7,509	nc
Royaume-Uni	€ 461,985	€ 697,692	22.9%
Europe	€ 2,810,506	€ 3,204,107	6.8%

Source: Eurostat

\* Taux de croissance annuel composé moyen

TABLEAU 6: La croissance des stratégies d'engagement et de vote par pays<sup>7</sup>

€Mn	Engagement/Vote		TCAC*
	2009	2011	
Pays	2009	2011	2009-11
Autriche	€ 963	€ 1,191	11.2%
Belgique	€ 20,371	€ 19,586	-1.9%
Danemark	€ 41,792	€ 187,718	111.9%
Finlande	€ 31,551	€ 44,870	19.3%
France	nm	nm	nc
Allemagne	€ 9,190	€ 7,927	-7.1%
Italie	€ 317	€ 18,531	664.1%
Pays-Bas	€ 307,487	€ 472,019	23.9%
Norvège	€ 195,200	€ 55,652	-46.6%
Pologne	€ 0	€ 0	nc
Espagne	€ 3,112	€ 11,094	88.8%
Suède	€ 118,760	€ 137,660	7.7%
Suisse	€ 3,461	€ 4,946	19.5%
Royaume-Uni	€ 936,269	€ 989,211	2.8%
Europe	€ 1,668,473	€ 1,950,406	8.1%

Source: Eurostat

\* Taux de croissance annuel composé moyen

*Annexe 2 : Composition de l'indice ASPI Eurozone 120 au 31 mai 2013*



Company Name	Country	Zone
ADP	France	Transport & Logistics
Aegon	The Netherlands	Insurance
Air France - KLM	France	Travel & Tourism
Air Liquide	France	Chemicals
Akzo Nobel	The Netherlands	Chemicals
Alcatel Lucent	France	Technology-Hardware
Allianz SE	Germany	Insurance
ASML Holding NV	The Netherlands	Technology-Hardware
Assicurazioni Generali	Italy	Insurance
Atlantia	Italy	Transport & Logistics
Atos	France	Software & IT Services
Axa	France	Insurance
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	Spain	Diversified Banks
Banco Comercial Portugues	Portugal	Retail & Specialised Banks
Banco de Sabadell S.A.	Spain	Retail & Specialised Banks
BASF	Germany	Chemicals
Beiersdorf	Germany	Luxury Goods & Cosmetics
Belgacom	Belgium	Telecommunications
BIC	France	Specialised Retail
BMW	Germany	Automobiles
BNP Paribas	France	Diversified Banks
CaixaBank	Spain	Diversified Banks
Capgemini	France	Software & IT Services
Carrefour	France	Supermarkets
Casino Guichard	France	Supermarkets
CGG Veritas	France	Oil Equipment & Services
Christian Dior	France	Luxury Goods & Cosmetics
CNP Assurances	France	Insurance
Corio N.V.	The Netherlands	Financial Services - Real Estate
Credit Agricole SA	France	Diversified Banks
CRH plc	Ireland	Building Materials
Daimler	Germany	Automobiles
Danone	France	Food
Deutsche Telekom AG	Germany	Telecommunications
E.ON AG	Germany	Electric & Gas Utilities
EADS	The Netherlands	Aerospace
EDF	France	Electric & Gas Utilities
EDP-Energias de Portugal S.A.	Portugal	Electric & Gas Utilities
Eiffage	France	Heavy Construction
Enagas	Spain	Electric & Gas Utilities
Endesa	Spain	Electric & Gas Utilities
Enel	Italy	Electric & Gas Utilities
ENEL GREEN POWER	Italy	Electric & Gas Utilities
Erste Bank	Austria	Diversified Banks
FIAT INDUSTRIAL	Italy	Industrial Goods & Services

Company name	Country	Zone
Fiat S.p.A Ord	Italy	Automobiles
FNOC.DES REGION	France	Financial Services - Real Estate
France Telecom	France	Telecommunications
Gas Natural Sdg	Spain	Electric & Gas Utilities
GDF SUEZ	France	Electric & Gas Utilities
Gecina NDM.	France	Financial Services - Real Estate
Gemalto NV	The Netherlands	Technology-Hardware
Groupe Seb	France	Technology-Hardware
HEIDELBERG CEMENT AG	Germany	Building Materials
Heineken Hldg N.V.	The Netherlands	Beverage
Heineken N.V.	The Netherlands	Beverage
HOCHTIEF	Germany	Heavy Construction
Iberdrola	Spain	Electric & Gas Utilities
Imerys	France	Mining & Metals
ING Group	The Netherlands	Insurance
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Italy	Diversified Banks
JCDecaux	France	Broadcasting & Advertising
KBC	Belgium	Diversified Banks
Kesko	Finland	Supermarkets
Klépierre	France	Financial Services - Real Estate
Koninklijke Ahold N.V.	The Netherlands	Supermarkets
KONINKLIJKE DSM	The Netherlands	Chemicals
Lafarge	France	Building Materials
LEGRAND	France	Electric Components & Equipment
L'Oreal	France	Luxury Goods & Cosmetics
Lufthansa	Germany	Travel & Tourism
LVMH Moët Hennessy	France	Luxury Goods & Cosmetics
Merck KGaA	Germany	Pharmaceuticals & Biotechnology
METRO AG	Germany	Supermarkets
Michelin	France	Automobiles
Munich Re	Germany	Insurance
National Bank of Greece	Greece	Retail & Specialised Banks
Natixis	France	Diversified Banks
Perrier Ricard	France	Beverage
Philips Electronics	The Netherlands	Technology-Hardware
PPR	France	Specialised Retail
PSA Peugeot Citroën	France	Automobiles
Publicis Groupe	France	Broadcasting & Advertising
Reed Elsevier NV	The Netherlands	Publishing
Renault	France	Automobiles
Rexel	France	Specialised Retail
RWE AG	Germany	Electric & Gas Utilities
Safran	France	Aerospace
Saint-Gobain	France	Building Materials
Sanofi	France	Pharmaceuticals & Biotechnology

Company name	Country	Zone
SAP	Germany	Software & IT Services
SBM OFFSHORE	The Netherlands	Oil Equipment & Services
Schneider Electric	France	Electric Components & Equipment
Scor	France	Insurance
Siemens AG	Germany	Electric Components & Equipment
Smurfit Kappa Group	Ireland	Forest Products & Paper - Added
Snam	Italy	Electric & Gas Utilities
Sodexo S.A.	France	Hotel, Leisure Goods & Services
STMicroelectronics	The Netherlands	Technology -Hardware
Stora Enso Oyj	Finland	Forest Products & Paper
Suez Environnement	France	Waste & Water Utilities
Symrise AG	Germany	Chemicals
Technip	France	Oil Equipment & Services
Telecom Italia	Italy	Telecommunications
Telefonica	Spain	Telecommunications
Telekom Austria	Austria	Telecommunications
Telenet	Belgium	Telecommunications
Terna	Italy	Electric & Gas Utilities
Thales	France	Aerospace
Umicore S.A.	Belgium	Chemicals
Unibail - Rodamco	France	Financial Services - Real Estate
UniCredit	Italy	Diversified Banks
Unilever nv	The Netherlands	Food
Upm Kymmene	Finland	Forest Products & Paper
Valeo	France	Automobiles
Vallourec	France	Mining & Metals
Veolia Environnement	France	Waste & Water Utilities
VINCI	France	Heavy Construction
Vivendi	France	Broadcasting & Advertising
Volkswagen PREF	Germany	Automobiles

### Annexe 3 : Présentation des fonds ISR de l'échantillon

Fonds	Société de gestion	Benchmark	Stratégie	Exclusions normatives	Exclusions sectorielles	Approche thématique
Actions Nord Sud	Alcyone Finance	ESTX 50 NR	Best in class		alcool, armement, jeux, pornographie, tabac	
AG2R La Mondiale Actions ISR	AGICAM	ESTX 50 NR	Best in class	Global Compact des Nations Unies		
Allianz citizen Care SRI I	Allianz GI France	MSCI EMU	Best in class	Violation des droits de l'homme		
Allianz euréco equity	Allianz GI France	MSCI EUROPE	Best in class	Violation des droits de l'homme		Fonds environnementaux
AXA Euro valeurs responsables	AXA IM	ESTX 50 NR	Best in class		armement, tabac	
BNP Paribas Etheis	BNP Paribas Investment Partners	MSCI EUROPE	Best in class	Global Compact des Nations Unies	alcool, armement, jeux, tabac	
BNP Euro valeurs durables	BNP Paribas Investment Partners	MSCI EMU	Best in class	Global Compact des Nations Unies	alcool, armement, jeux, tabac	
CCR Actions engagement durable	CCR AM	ESTX 50 NR	Best in universe	Global Compact des Nations Unies	alcool, tabac	
Ecureuil bénéfico emploi	NATIXIS AM	CAC 40 NR	Best in universe			
Ecureuil bénéfico responsable	NATIXIS AM	MSCI EMU	Best in universe		alcool, armement, jeux, tabac	
EdR euro sri	Edmond de Rothschild AM	MSCI EMU	Best in universe			
EdR tricolore rendement	Edmond de Rothschild AM	CAC 40 NR	Engagement Actionnarial			
Epargne éthique actions	Ecofi Investissements	ESTX 50 NR	Best in universe	Global Compact des Nations Unies	armement	
Ethique et partage - CCFD	Meeschaert AM	MSCI EURO	Best in class		alcool, armement, jeux, pornographie, tabac, OGM	
Euro active investors	PhiTrust AI	ESTX 50 NR	Engagement Actionnarial			
Euro capital durable	Groupama AM	MSCI EMU	Best in class			
Europe éthique expansion	Inter Expansion	ESTX 50 NR	Best in class			
Federal actions éthiques	Federal Finance	CAC 40 NR	Best in class	Global Compact des Nations Unies		
Federal europe ir	Federal Finance	ESTX 600	Best in class	Global Compact des Nations Unies		
Fédérés isr euro	Fédérés GA	ESTX 50 NR	Best in class			
Gérer multi-factoriel euro	Palatine AM	ESTX 50 NR	Best in class			
Gérer multifactoriel France	Palatine AM	CAC 40 NR	Best in class			
HSBC actions dvpt durable	HSBC Global AM	MSCI EMU	Best in class		Armement, Tabac	
Insertion Emplois Dynamique	NATIXIS AM	CAC 40 NR	Best in universe			
label europe action	AXA IM	MSCI EUROPE	Best in class		Armement, Tabac	
LBPAM responsable Actions Environnement	La Banque Postale AM	ESTX 600	Best in class			Fonds environnementaux
LBPAM Responsable Actions Europe	La Banque Postale AM	ESTX 600	Best in class	Global Compact des Nations Unies	armement, jeux, tabac, aviation	
LFR actions solidaires	La Financière Responsable	ESTX 50 NR	Best in universe	Violation des droits de l'homme, entreprises ayant effectué des licenciements secs ces 3 dernières années		
LFR Euro Développement Durable	La Financière Responsable	ESTX 50 NR	Best in universe	Violation des droits de l'homme, entreprises ayant effectué des licenciements secs ces 3 dernières années		
MACIF croissance durable et solidaire	Macif Gestion	ESTX 50 NR	Best in class			
MACIF croissance durable europe	Macif Gestion	ESTX 50 NR	Best in class			
MAIF investissement responsable euro	BNP Paribas Investment Partners	MSCI EUROPE	Best in class	Global Compact des Nations Unies	alcool, armement, jeux, tabac	
MAIF retraite croissance durable	Macif Gestion	ESTX 50 NR	Best in class		armement	
MAM humanis	Meeschaert AM	MSCI EURO	Best in class		alcool, armement, jeux, tabac, pornographie, OGM	
Mandarine Engagements	Mandarine Gestion	ESTX 600	Best in class	Violation des droits de l'homme, Violation des droits du travail, dégradation majeur de l'environnement	tabac, nucléaire	
MG croissance durable europe	Macif Gestion	ESTX 50 NR	Best in class			
Objectif Investissement Responsable	Lazard Frères Gestion	ESTX 50 NR	Best in class			
Palatine actions défensives euro	Palatine AM	MSCI EMU	Best in class			

## Bibliographie

### Articles de recherche

Association Ecole de Guerre Economique (2008). L'investissement socialement responsable.

Bauer R, Koedijk K., Otten R. (2005) International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking and Finance*, vol.29, 2005, p. 1751-1767.

Bauer R., Derwall J. et Otten R. (2007) The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, vol. 70, n° 2, p. 111-124.

Bay J-F, Magnier B (2013). ISR: va-t-il devenir la norme ? *Revue Banque*, n°758.

Benchemam F, Chambost I, (2011). Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse de dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation.

Burlacu R., Girerd-Potin I. et Dupré D. (2004) Y'a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains. *Banque et Marchés*, n° 69, mars- avril, p. 20-29.

Butz C. (2003). Decomposing SRI Performance - Extracting Value Through Factor Analysis. *Pictet Quants*, September.

Cardebat J.M et Sirven N. (2008). Responsabilité sociale des entreprises et performance : un point de vue économique. *La Revue des Sciences de Gestion*, n° 231 -232, p. 115-121.

Clow R. (1999). Money that Grows on Trees. *Institutional Investor*, vol. 33, n° 10, p. 212-215.

De Brito C. (2006).ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? *Revue d'Économie Financière*, n° 85, avril.

Derwall J., Guenster N., Bauer R. et Koedijk K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, vol. 61, n° 2, p. 51 -63.

Déjean F. (2002). L'investissement socialement responsable : une revue de la littérature. Actes du 23ème Congrès de l'Association francophone de comptabilité (AFC), Toulouse.

Dupré D., Girerd-Potin I, Jimenez-Garces S. et Louvet P. (2006). Les investisseurs paient pour l'éthique : conviction ou prudence ? *Banque et Marchés*, n° 84, p. 4560.

Dupré D., Girerd-Potin I., Jimenez-Garces S. et Louvet P. (2009). Influence de la notation éthique sur l'évolution du prix des actions. *Revue Économique*, vol. 60, janvier.

Edmans, A. (2008). Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices. Wharton School Working Paper, University of Pennsylvania

Friedman, A.L. et S. Miles (2001). Socially Responsible Investment and Corporate Social and Environmental Reporting in the UK: an explanatory study. *The British Accounting Review*, Vol 33, 4 (Dec. 2001), pp. 523-548

Galema R., Plantinga A. et Scholtens B. (2008). The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment. *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n° 12, p. 2646-2654.

Geczy C., Stambaugh R.F. et Levin D. (2003). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. Working paper, Wharton School, University of Pennsylvania, May.

Gueulette A (2010). L'impact des critères socialement responsables sur la gestion de portefeuille. Mémoire Master en Ingénieur de gestion, Faculté des sciences sociales et politiques, Université Libre de Bruxelles.

Giamporcaro-Saunière (2006). L'investissement socialement responsable entre l'offre et la demande : Analyse et enjeux de la construction sociale d'une épargne politique. Thèse de doctorat de Sociologie, Université René Descartes Paris V.

Gil-Bazo J, Ruiz-Verdu P. et Santos A. (2010) The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies. *Journal of Business Ethics*, Springer, vol. 94(2), pages 243-263, Juin.

Gillet P. (2008). Les performances des fonds « éthiques » et vicieux. États Généraux du Management, Paris, octobre.

Girerd-Potin I., Jimenez-Garces S. et Louvet P. (2008). Relation entre notation sociale et structure financière des entreprises: une étude empirique. Cahier de recherche

Goldreyer; E.F. et J.D. Diltz (1998). The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection. *Managerial Finance*. Vol 25, No. 1, p. 23-36

Hamilton S., Jo H. et Statman M. (1993). Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*. vol.49, n°6, p.62-66.

Hernalsteen M (2012). Analyse des fonds socialement responsables sur le marché belge. Mémoire-recherche, Master en Ingénieur de Gestion, Université Catholique de Louvain.

Hong H. et Kacperczyk M. (2008). The Price of Sin: The Effect of Social Norm on Markets. *Journal of Financial Economics*. Vol 93, n°1 (Juillet 2009) p. 15-36.

Kinder P. (2005). "Socially Responsible Investing": An Evolving Concept in a Changing World. *KLD Research & Analytics*.

Le Maux J. et Le Saout E. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? *Revue Sciences de Gestion*, Vol. 44, p. 51 -79.

Le Saout E. (2005) Indice, mon bel indice : dis-moi qui est le plus performant – Le cas des indices éthiques. *Banques et Marchés*, n°74

Loiselet E. (2000). L'investissement socialement responsable : genèse, méthodes et enjeux. *L'économie politique*, n°7, 3<sup>ème</sup> trimestre 2000, p 6-31

Louche C. et Lydenberg S. (2006). Investissement Socialement Responsable : différence entre Europe et États-Unis. *Revue d'Économie Financière*, n° 85, avril.

Markowitz, H (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, n°1, p. 77-91.

Pagès A. (2006). Les performances de l'Investissement Socialement Responsables : mesures et enjeux. Mémoire de fin d'études Majeure Finance – HEC Paris, mai.

Postel-Vinay G. (2001). Actualité des fonds éthiques. Observatoire des stratégies industrielles, Ministère de l'Economie des Finances et de l'Industrie, Juin 2001

Renneboog L., Ter-Horst J. et Zhang C. (2008). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behaviour. *Journal of Banking and Finance*. vol.32, p. 1723-1742.

Revelli C. (2011) La performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : approche méta-analytique, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, Université de Montpellier 1, novembre.

Rudd, A (1981). Social responsibility and portfolio performance. *California Management Review*, n°23, p. 55-61.

Schröder, M. (2005). Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes. *Center for European Economic Research*, Discussion Paper No. 05-50

Scholtens B. (2005). Style and performance of Dutch socially responsible investment funds. *Journal of Investing*, vol 14.

Sedlacek V. (2007) Socially responsible investing: More than meets the eye. *Commonfund chronicle – Mission Matters*.

Sparkes R. et C.J. Cowton (2004). The maturing of socially Responsible investments: A Review Of The Developing Link With Corporate, Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, Vol. 52, No. 1, pp. 45–57

Statman M. (2000). Socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n°3, p.30-39

Statman M. (2006). Socially responsible indexes: composition, performance and tracking-error. *Journal of Portfolio Management*, vol. 32, n°3, p. 100- 109

Statman, M. et D. Glushkov (2008). The wages of social responsibility. July/August 2009, Vol. 65, No. 4: p. 33-46

### *Rapports d'étude*

Alternatives Economiques (septembre 2004), *Les placements éthiques*, Hors-série pratique

Avanzi SRI Research. *Green, social and ethical funds in Europe 2010*

European Sustainable Investment Forum (2008, 2010, 2012). *Etude sur le marché européen de l'ISR*.

Novethic (2013) *Marché ISR français en 2012*



Novethic (2013) *Quels indicateurs pour mesurer la performance ESG des investissements ?*

Pictet (2011). *Pictet et le développement durable*

Pictet (2011). *Comment survivre à la prochaine crise ? Une nouvelle approche de l'ISR*

### *Sites internet*

AFG ASSOCIATION FRANCAISE DE LA GESTION FINANCIERE

Source : <http://www.afg.asso.fr/>

NOVETHIC (pages consultées en juin, juillet et août 2013)

Source <http://www.novethic.fr/>

INNOVATIVE GLOBAL INDICES

Source <http://www.stoxx.com/>

ISR - Forum pour l'investissement socialement responsable

Source <http://www.frenchsif.org/fr/>

LA SEMAINE ISR

Source : <http://www.semaine-isr.fr>

L'ORSE (pages consultées en juin, juillet et août 2013)

Source <http://www.orse.org/>

MORNINGSTAR (pages consultées en juin, juillet et août 2013)

Source : [www. Morningstar.be](http://www.Morningstar.be)

VIGEO (pages consultés en juin, juillet et Août 2013)

Source : <http://www.vigeo.com>

YAHOO ! FINANCE France (pages consultés en juin, juillet et Août 2013)

Source: [http:// fr.finance.yahoo.com/](http://fr.finance.yahoo.com/)