

La finance peut-elle contribuer au Développement Durable ?

**Un inventaire de
l'Investissement Socialement Responsable**

Claude Gaudin

Décembre 2008

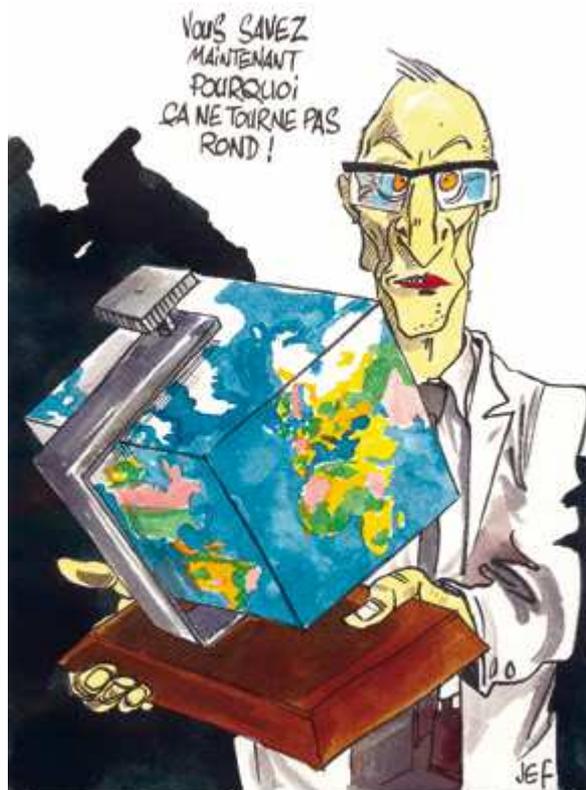


Table des matières

	Page
1 Présentation	
1.1 <i>Objectifs</i>	4
1.2 <i>Méthode</i>	4
2 L'ISR : Trop beau pour être vrai ?	
2.1 <i>Quelques rappels</i>	5
2.2 <i>Du DD à l'ISR...</i>	6
2.3 <i>...Ou de l'ISR au DD : bref historique</i>	6
2.4 <i>L'introuvable définition</i>	7
2.5 <i>Les acteurs de l'ISR</i>	8
2.6 <i>Loin d'un effet de mode</i>	9
3 Facts and figures : Un marché florissant	
3.1 <i>Le marché européen de l'ISR</i>	10
3.2 <i>Nouvelles tendances</i>	11
3.3 <i>L'éthique des Helvètes</i>	12
3.4 <i>Crise et éthique</i>	14
4 Les piliers de l'ISR	
4.1 <i>Critères financiers et extra-financiers</i>	15
4.1.2 <i>Les critères extra-financiers s'installent durablement</i>	18
4.1.3 <i>Normes, notation et évaluation des critères ESG</i>	18
4.2 <i>Matérialité, obscure objet de désir</i>	21
4.2.1 <i>Durabilité : ne pas vendre son âme au diable</i>	22
4.3 <i>Le processus d'investissement</i>	23
4.3.1 <i>Tout ou rien ? Curvilinéarité</i>	23
4.3.2 <i>Qualité ne rime pas toujours avec quantité</i>	24
4.4 <i>Les études de performances</i>	27
4.4.1 <i>Paramètres et méthodes</i>	27
4.4.2 <i>Indices : pour le meilleur ou le pire</i>	27
4.4.3 <i>Fonds : égalité</i>	30
4.4.4 <i>Portefeuilles : prime à l'éco-efficience ?</i>	32
4.4.5 <i>La durabilité contribue à la performance sous certaines conditions</i>	33
4.4.6 <i>La capture de l'alpha vert</i>	34
4.5 <i>RSE : la dynamique d'un cercle vertueux</i>	35
5 Conclusions	
5.1 <i>Le paradoxe de la performance ISR</i>	38
5.2 <i>Vers une mutation des critères d'investissement</i>	39
6 L'émergence d'un nouveau paradigme ?	
6.1 <i>L'affirmation de la RSE</i>	40
6.2 <i>2008 : un tournant pour l'ISR</i>	40
6.3 <i>L'activisme actionnarial</i>	41
Epilogue : Yes we want !	43
ANNEXES	44
Bibliographie	48

1 Présentation

1.2 Objectifs

Sur fond de crise, financière et économique, la question de l'Investissement socialement responsable (ISR) - sa place, son rôle et son développement- trouve toute sa pertinence.

A travers un état des lieux des développements, empiriques et théoriques, de l'activité ISR, à ce jour, ce travail souhaite dégager les axes de développement et de réflexion susceptibles de stimuler et favoriser l'ISR dans l'avenir. Au cours de cette recherche, nous tenterons de démontrer que l'ISR fait partie intégrante du DD en tant que moyens de financement et est incontournable pour un capitalisme responsable. Nous tenterons d'Identifier les voies et mesures possibles pour (ré)concilier la finance et l'éthique dans une perspective de DD.

Comprendre comment ce nouvel activisme / paradigme contribue au DD, au chapitre des objectifs environnementaux, sociaux et économiques, mais aussi de l'équité et de la gouvernance, est indispensable pour assurer à l'ISR son rôle de financement aux investissements de l'économie responsable, du développement durable et induire de nouveaux comportements à tous les niveaux.

Pour ce faire, nous tenterons de dégager une définition homogène de l'ISR, , en mettant en évidence les problématiques de cette approche, *avec ses participants (investisseurs, entreprises et ses parties prenantes, politiques), ses objectifs et ses impacts*, tant au niveau de l'évaluation, de la performance et de son influence –agence de notation, critères extra-financiers- que dans le cadre de régulation et de standardisation –politique et international-, indispensable à la pérennité de l'ISR. Enfin nous nous attacherons à dégager les clés pour l'avenir de l'ISR, la responsabilité sociétale de l'entreprise et l'activisme actionnarial.

1.2 Méthode

Nous avons retenu une méthode d'analyse descriptive en faisant appel aux études, recherches et observations déjà réalisées par le passé. En cherchant à extraire la tendance qui se dégage dans le domaine de l'ISR et à identifier les éléments nécessaires à sa prédominance, nous nous référons à une approche interprétative. Enfin, en recadrant le phénomène dans la dynamique actuelle de crise, nous ajouterons une dimension exploratoire avec les axes de développement possibles pour l'avenir de l'ISR.

Nous avons choisi de mettre en « grisé » dans le cadre de ce document les définitions générales qui se rapportent à ce sujet.

*Il y a assez de tout dans le monde
pour satisfaire aux besoins de l'homme,
mais pas assez pour assouvir son avidité.*
Mahatma Gandhi

2 L'ISR : Trop beau pour être vrai ?

(goody two shoes or bad to the bone ?)

2.1 Quelques rappels



Alors, la crise : une chance pour l'ISR et le DD ou un enterrement ? C'est à chacun, ménages, politiques, entrepreneurs, d'y apporter sa pierre pour répondre aux défis de ce siècle : ne pas rééditer les erreurs du passé et préserver un avenir pour le genre humain.

L'investissement socialement responsable (ISR), méthode d'investissement considérée il y a encore peu de temps comme une niche, s'apparente aujourd'hui à un véritable style de gestion. L'argent étant le nerf de la guerre, le développement durable ne saurait se passer de ce support pour assurer son expansion aujourd'hui. A priori, tout le monde y est favorable, mais que recouvre le terme « développement » pour les Chinois et que signifie « durable » pour les Russes ? On comprend toute l'importance de la terminologie qui donnera le sens donné à une action. Jusqu'où va l'éthique et quels sont les critères financiers et extra-financiers d'entreprise durable dont tient précisément compte l'investisseur pour sa sélection de valeurs ? Nous allons essayer d'apporter un éclairage à ces questions dans ce travail.

D'une manière générale, les acteurs financiers ont de plus en plus conscience de la nécessité d'intégrer des critères ISR dans leur pratique. Pour autant, la définition de l'ISR n'a en conséquence jamais été aussi floue. Il est plus ou moins possible de s'accorder sur les notions de valeurs morales portées par l'ISR avec le développement de long terme, le respect de la planète et de la dimension sociale. Tout le monde sent bien de quoi on parle. Pourtant lorsqu'il s'agit de définir les modalités concrètes de la pratique, la dimension subjective et les sensibilités culturelles reprennent inévitablement le pas. Il en ressort une multiplicité des approches possibles variant souvent en fonction de la sensibilité de chaque investisseur. Cette absence de standardisation pose incontestablement des difficultés à l'industrie de la gestion d'actifs.

Aujourd'hui, l'investisseur peut choisir entre des fonds qui se parent des adjectifs « verts », « social », « éthique », « responsable » ou encore « cleantech », voire une combinaison de ceux-ci. Plus les bourses s'effondrent et les scandales défrayent les chroniques, plus les grandes entreprises parlent morale et respect des droits humains, sociaux et environnementaux. Ainsi se met en place un « marché de la vertu » labellisé par des agences de notation (qui ont malheureusement révélé leurs limites, ou déficiences, dans l'évaluation du risque des subprimes).

Dans un contexte de crise et de refondation de la finance internationale, où d'aucuns chercheront à vendre leurs produits financiers plus blanc que blanc sous des qualificatifs souvent à géométrie variables, il est nécessaire d'avoir des normes et une définition aussi précise que large permettant aux acteurs financiers de trouver un dénominateur commun. Intellectuellement et culturellement il est impossible de rassembler tout le monde autour de ce concept sans en clarifier le sens.

Nous avons extraits 4 champs nécessaires à l'énoncé et au suivi de l'ISR :

- *La place et l'évaluation donnée à l'analyse extra-financière.* Si l'approche par le risque semble avoir trouvé assez naturellement sa place (encore que ... voir subprime ?), la création de valeur liée à l'approche responsable est plus délicate à cerner.
- **La rentabilité de l'ISR** reste encore pour beaucoup d'acteur le seul critère déterminant. L'abandon des préjugés sur une susceptible sous-performance de l'ISR par rapport aux investissements traditionnels se profile pourtant dans le sillage des centaines d'études universitaires qui n'aboutissent pas à des conclusions définitives dans un sens ou dans un autre.

- **La notation sociale**, certification extérieure de bon comportement de l'entreprise, est l'affaire des agences spécialisées et est primordiale à l'expansion de l'ISR.
- **La responsabilité sociale de l'entreprise**, transparence et communication de l'entreprise au sein du tissu économique et de la société.

2.2 Du DD à l'ISR...

Comment définir les 3 axes du Développement Durable, les aspects environnementaux, sociaux, de gouvernance, et économique dans le cadre de l'ISR ?

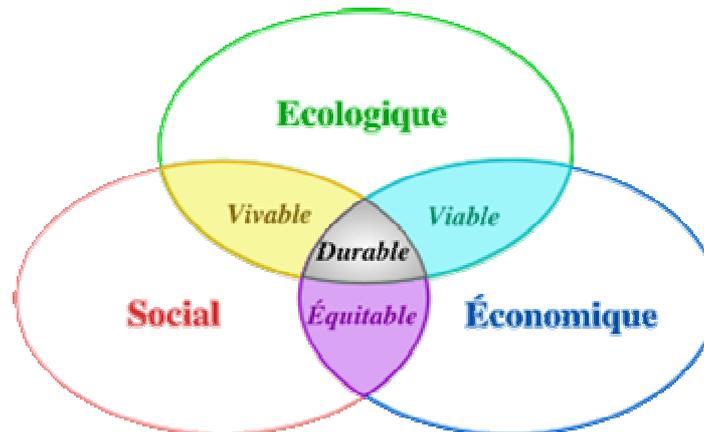


Schéma du développement durable : à la confluence de trois préoccupations, dites "les trois piliers du développement durable".

L'environnement est un concept en apparence simple. C'est également le volet du développement durable le plus évident à appréhender par l'entreprise, donc celui sur lequel les indicateurs sont les plus aboutis. Alors l'ISR c'est du développement durable ! Pourtant les deux notions se sont construites de façon autonome.

En ce qui concerne le social, l'analyse doit moins s'intéresser à la notion de « ressource humaine » qu'à celle de « potentiel humain ». L'approche du développement durable sous entend d'accorder plus d'importance au potentiel humain afin de déceler les véritables compléments.

L'analyse de la gouvernance se développe aujourd'hui mais il reste beaucoup de travail à faire sur la définition des termes et sur les limites que doivent se fixer les investisseurs. Jusqu'à quel point une entreprise doit-elle être transparente ? Que recouvre la sphère de ce qui doit être communiqué ? Voici quelques unes des frontières qui restent à définir. Pour autant, même si la corrélation entre bonne gouvernance et performance de l'entreprise est difficile à prouver, les exemples de faillites liées à un défaut de transparence imputable à de mauvaises pratiques de gouvernance ne manquent pas.

L'investissement socialement responsable pour s'inscrire dans le développement durable doit affirmer son identité et son rôle. Le sens de ce sigle insiste, de façon peut-être exagérée, sur la question sociale qui n'est que l'un des trois critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance).

Pour en comprendre le sens il n'est pas inutile de rappeler les origines de l'ISR.

2.3 ...Ou de l'ISR au DD : bref historique

L'investissement socialement responsable est un concept ancien, certains n'hésitant pas à faire remonter son origine au 18^e siècle avec le fondateur de l'Eglise méthodiste J. Wesley qui condamnait l'enrichissement résultant d'activités qu'il qualifiait de malsaines à l'instar des jeux d'argent. Au début du XX^e siècle les congrégations religieuses ont introduit la notion d'exclusion en rejetant de leur univers d'investissement les « actions du péché ». Ces pratiques connaissent un essor supplémentaire dans les années 1970 des investisseurs boycottant les entreprises liées au nucléaire, au régime de l'apartheid. De plus, les prises de conscience et l'actualité autour des menaces sur l'environnement aiguisées à cette époque en ont logiquement fait un critère intégré dans les gestions ISR.

Une étape important avait déjà été franchie à la fin des années 1980 (1987) quand la commission Brundtland sous l'égide de l'ONU pose la base du concept de développement durable. Elle repose sur 2 piliers : la compatibilité entre la satisfaction des besoins actuels et ceux des générations futures ; la conciliation entre le développement économique, la protection de l'environnement et l'équité sociale.

Dès lors, le concept s'est encore élargit. L'approche positive s'est développée. A l'exclusion pure s'est greffée l'inclusion de divers critères avec des filtres pro-actifs (financiers comme extra-financiers) de sélection à un univers global pour ne retenir que les entreprises « best in class » dans cet univers global d'investissement. Avec cette approche, en favorisant les entreprises à la vigilance en matière environnementale, mais également sociale et de gouvernance (critères ESG), les générations actuelles devraient transmettre un outil économique pérenne et vertueux, adapté aux besoins des générations futures.

Depuis peu s'est ajoutée une nouvelle dimension qui pourrait connaître un élan avec la crise systémique : l'activisme actionnarial qui consiste à utiliser les droits de vote liés à la détention d'actions pour susciter un dialogue avec les entreprises et les inciter à améliorer leur gouvernance, leur gestion du risque environnemental ou leur image par des pratiques plus éthiques. Même, dans certains cas, les pools d'actionnaires peuvent initier ou soutenir des résolutions « responsables » lors des assemblées générales. Plus récent, sans doute encore plus pertinent avec la crise, est le développement au dialogue avec les parties prenantes (stakeholders).

2.4 L'introuvable définition

Le développement durable serait donc soluble dans l'ISR et inversement ? Ce pas de plus en plus de protagonistes le franchissent. Il marque indubitablement une prise de conscience de la nécessité de promouvoir une finance différente !



L'investissement socialement responsable représente en quelque sorte une face émergée de l'iceberg qu'est le développement durable. Il traduit le désir des investisseurs de connaître la destination de leur argent mais également l'utilité de leurs investissements. Si le concept de développement durable a donné lieu à plusieurs définitions, l'investissement socialement responsable n'est pas en reste et ce n'est certainement pas son ancienneté qui en est l'unique raison comme nous allons l'évoquer.

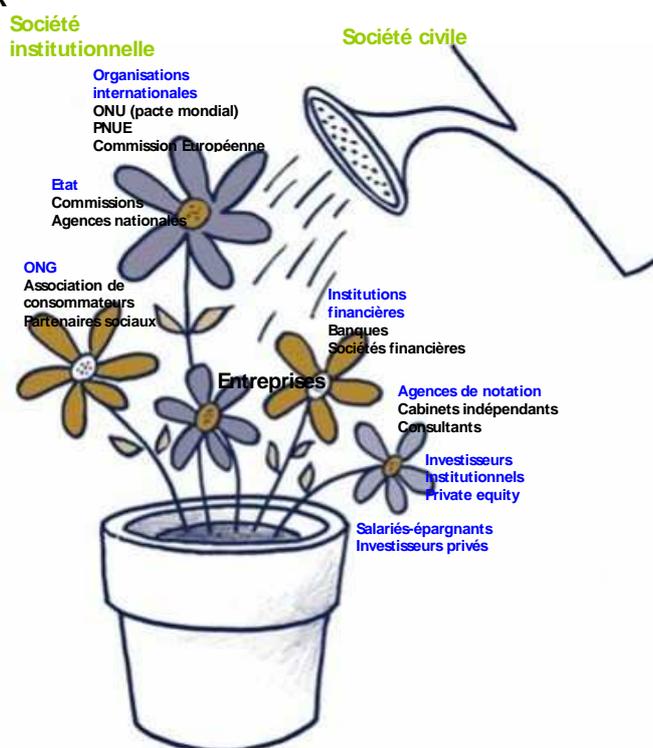
L'ISR aujourd'hui recouvre l'ensemble des approches qui intègrent des critères d'environnement, de responsabilité sociale et de gouvernance d'entreprise dans les décisions de placement et dans la gestion de portefeuille. L'ISR peut également consister en une démarche d'engagement actionnarial de la part de l'institut de gestion.

Dans ce contexte, nous pouvons donner la définition de l'Investissement socialement responsable comme :

Un investissement qui réconcilie deux attentes jusqu'à présent jugées antinomiques : les préoccupations d'ordres environnemental, social et de gouvernance (critères extra-financiers) et les objectifs de rentabilité financière.

Pour notre part nous utiliserons le terme générique de ISR pour qualifier les investissements à dimension « responsable-durable » qui englobent les dimensions du DD, se démarquant donc forcément du court termiste ambiant qui a prévalu jusqu'à ce jour chez les acteurs financiers. L'investisseur privilégiant la durabilité se situe au dessus de celui qui cherche à maximiser son profit dans une optique opportuniste à court terme. L'ISR apparaît ainsi comme une alternative crédible pour les investisseurs soucieux de rentabilité à long terme.

2.5 Les acteurs de l'ISR



Les acteurs de l'ISR

Les organisations nationales et internationales

Quelques organismes d'analyse sociétale réalisent des rapports thématiques et sectoriels pour le compte d'organisations nationales et internationales. Ces organismes ont développé une expertise sociale, environnementale ou en matière de gouvernance à la demande de ces organisations.

Par exemple, Innovest réalise des études et développe des projets pour le compte d'organisations internationales : les études sur les impacts du changement climatique pour le secteur de l'énergie pour le compte de CERES, de l'UNEP-FI, de l'agence américaine de protection de l'environnement (EPA), le Carbon Disclosure project.

Les fondations et les ONG

Certaines organisations à but non lucratif telles que les fondations ou ONG ont recours aux services d'analyse sociétale afin de choisir leurs partenaires ou leurs mécènes sans prendre le risque d'être associées à des entreprises ayant des pratiques contraires.

Exemple : EIRIS propose aux fondations et ONG un service de sélection des donateurs et mécènes.

Les entreprises

Certaines entreprises, cotées ou non, font appel à des analyses sociétales, afin d'être évaluées objectivement et relativement aux autres entreprises de leur secteur d'activité, et ainsi mieux initier et développer leur démarche de développement durable. Il s'agit généralement d'une mission de notation plus approfondie puisque l'entreprise y participe. En France, Vigéo et BMJ Core Ratingd proposent aux entreprises un service de notation sollicitée. De nombreux organismes proposent en outre des études de benchmarking sectorielles permettant aux entreprises de se comparer à leurs concurrents

Les investisseurs

Les organismes d'analyse sociétale annoncent répondre aux besoins des investisseurs institutionnels proposant des fonds d'investissement socialement responsable. Différents types de gestionnaires d'actifs ont recours à des analyses et des notations sociétales pour leur gestion de portefeuille :

- les sociétés de gestion de portefeuille sous mandat et des sociétés d'investissement pour le compte d'investisseurs institutionnels ou de particuliers ;
- les fonds de pension ;
- les sociétés d'assurance ;

Les consommateurs-épargnants

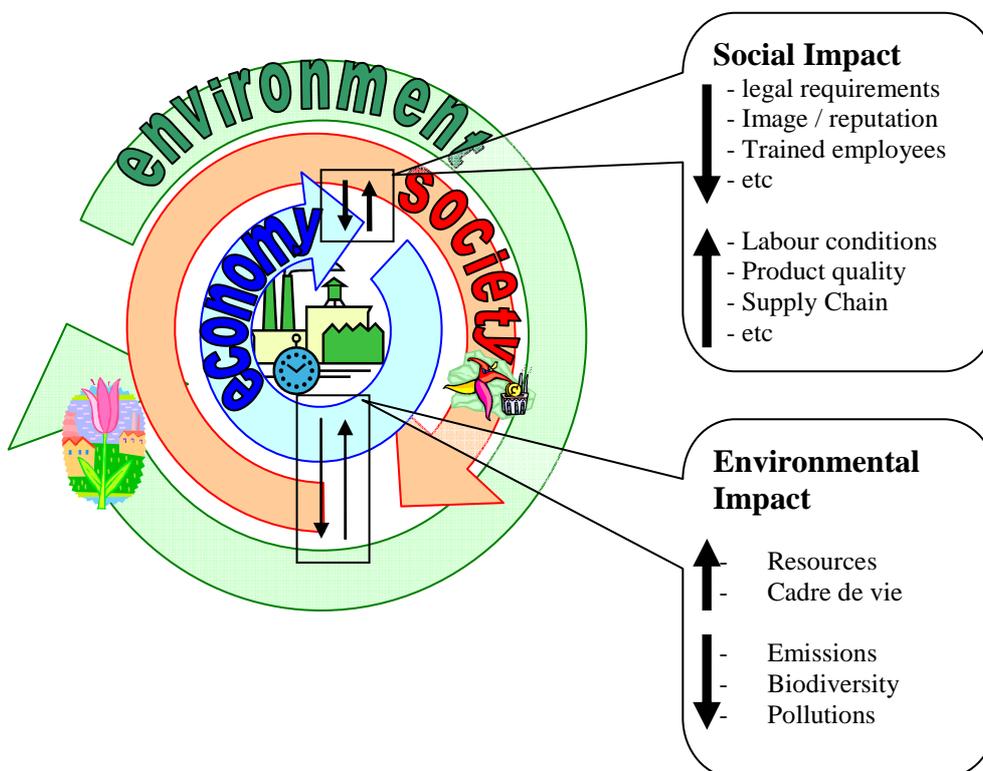
Pour guider les choix des consommateurs, certains organismes réalisent des guides visant à informer les consommateurs des pratiques et des méthodes utilisées par les entreprises pour fabriquer les produits qu'ils consomment. Les consommateurs, de plus en plus nombreux, souhaitent par leur choix de consommation, « voter » et inciter les entreprises à évoluer vers plus de responsabilité sociétale.

2.6 Loin d'un effet de mode, un cercle vertueux

Les fonds et investissement ISR connaissent une croissance régulière, et plus marquée depuis le début du millénaire. Plusieurs raisons supportent cet essor, au-delà d'un effet de mode et d'un nouveau filon financier (risque de bulle verte). D'une part, les sociétés et les investisseurs réclament de plus en plus de transparence sur la manière dont on gère les fonds, à qui cela profite et si cela respecte les valeurs retenues. La rentabilité financière, certes, mais aussi un investissement compatible avec une vision plus équitable et pérenne du monde et de la société. D'autre part, les gérants, les investisseurs et les entreprises ont intérêt à se pencher sur ces questions parce qu'elles sont essentielles pour construire l'environnement économique et financier de l'avenir et dans lequel ils évoluent.

L'entreprise est elle aussi directement concernée. Les critiques grandissent, dans les pays industrialisés, sur les dérives de la globalisation. Les grandes entreprises doivent de plus en plus rendre des comptes sur la protection de l'environnement, les règles de gouvernance ou le respect des normes sociales sous peine de voir leur cours boursiers pénalisés. Les groupes cotés (la palme « éthique » revient à BP...) qui cherchent à appliquer le respect des principes ESG ne font, en fait, qu'anticiper des évolutions réglementaires ultérieures. Ils adaptent leur modèle économique, espérant ainsi éviter des pénalités financières à venir.

Ainsi en étendant la responsabilité sociale à l'économie, de la finance à l'appareil de production, l'ISR pourrait alors participer à l'émergence d'un modèle écosystémique tenant compte d'un capital naturel non-substituable venant remplacer le modèle consensuel classique des 3 anneaux.



3. Facts and figures : Un marché florissant

3.1 Le marché de l'ISR



Depuis les années 2000, le marché de l'ISR est en croissance constante même si on reste sur une part modeste des encours. Dans le monde, entre 5 et 8 % des sommes investies suivent une forme ou une autre de finance durable (moins de 1% en Suisse).

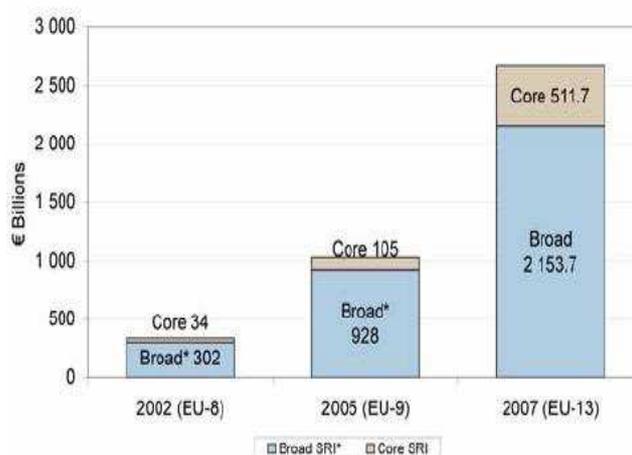
L'Europe constitue la région du monde la plus active et dynamique en matière d'innovation et de création de fonds ISR. Ce développement s'est réalisé dans des contextes très différents. Aujourd'hui, l'engagement croissant des investisseurs institutionnels, une législation favorable en voie de généralisation et la crédibilité grandissante de l'ISR dans la communauté financière sont les trois moteurs de la croissance du marché.

L'ISR européen se monte à 2'665 milliards € en 2007

Les encours ISR ont doublé en Europe, entre 2005 et 2007, selon une enquête d'Eurosif, (forum européen de l'investissement socialement responsable). En décembre 2007, le total des actifs ISR européens* aurait atteint les 2'665 milliards d'euros (contre près de 1'033 milliards d'euros en 2005), soit (à composition identique) une croissance impressionnante de 102 % sur deux ans, pour 17.5 % des actifs travaillés par les sociétés de gestion. Eurosif continue à segmenter le marché de l'ISR avec le "Core" ISR¹ estimé à 512 milliards et le "Broad" ISR² à 2.154 milliards.

Selon cette distinction, la décomposition par pays souligne qu'en Core ISR l'Allemagne, la France et la Suisse ont connu la plus forte croissance tandis que le Royaume-Uni et les Pays-Bas ont les marchés les plus importants en volume. Pour le segment Broad ISR, les Pays-Bas montrent la croissance la plus rapide, suivis par la France. Le Royaume-Uni détient le plus grand marché Broad ISR en volume.

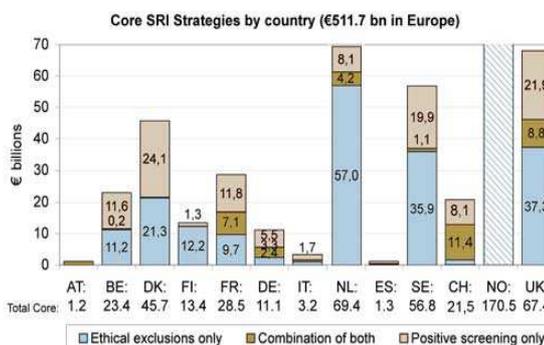
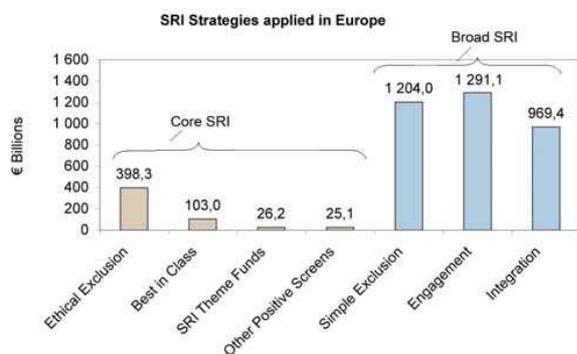
Core and Broad SRI in Europe, 2002 - 2007



Source: Eurosif European SRI Survey, 2008

* Re-calculated according to the new Broad SRI definition.

Note: the market coverage is not constant. 8 countries were covered in 2002, 9 in 2005 and 13 in 2007.



Source : Eurosif-European SRI survey 2008

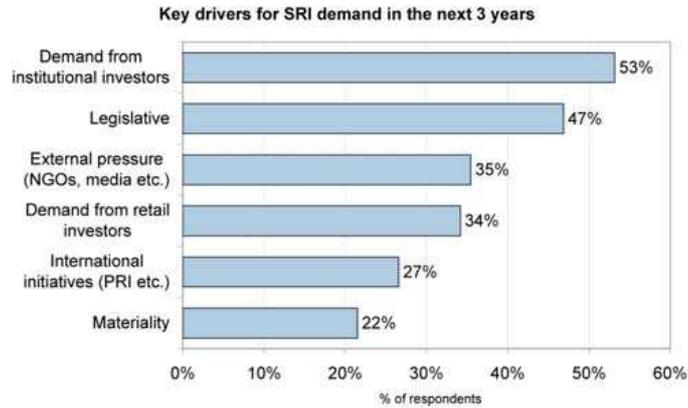
* (sur la base des neuf pays couverts dans les études Eurosif 2006 et 2008 : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suisse)

¹ Core ISR est composé d'exclusions éthiques (plus de deux critères d'exclusion), ainsi que de diverses approches de sélection positive (best-in-class, thématique ISR ; etc.).

² Broad ISR est composé des trois approches ISR suivantes : simple exclusion, engagement actionnarial et intégration des risques ESG dans l'analyse financière traditionnelle.

Par ailleurs, l'enquête souligne que cette croissance est stimulée par :

- Une demande grandissante des investisseurs institutionnels pour qui l'investissement responsable devient une question de management des risques, particulièrement concernant les enjeux climatiques,
- Une plus grande intégration des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) dans la gestion financière traditionnelle,
- Une pression externe des ONG et des médias,
- Un intérêt croissant des particuliers, particulièrement des grandes fortunes.



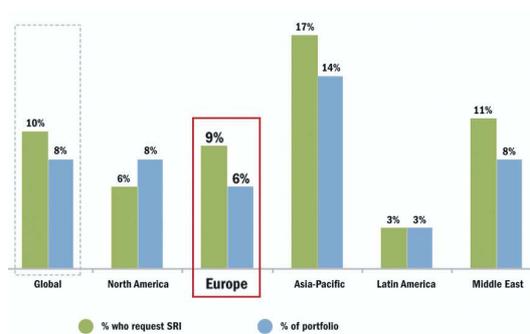
Source : Eurosif-European SRI survey 2008

Le marché européen de l'ISR reste encore en main des investisseurs institutionnels dont ils représentent 94 %. La vente aux particuliers de fonds ISR reste marginale par rapport aux volumes institutionnels mais les grandes fortunes commencent aussi à influencer son évolution.

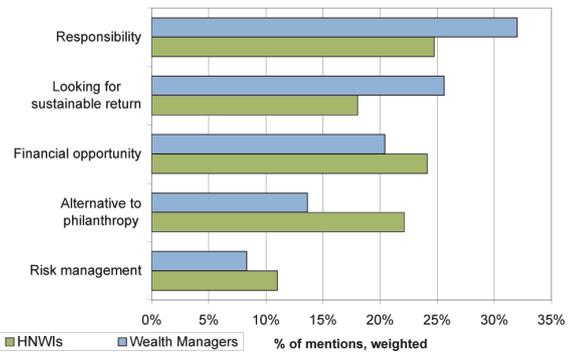
3.2 Nouvelles tendances

Le transfert générationnel des fortunes familiales soutiendra la croissance des investissements verts, selon 75% des family offices ayant répondu à un sondage de Eurosif (sponsorisé par la Banque Sarasin et le consultant KPMG). Cette étude montre que les grandes fortunes privées de ce monde, les fortunes des nouvelles générations en particulier, qu'elles soient liées à l'héritage (Europe, principalement) ou à la création d'entreprises (Asie, notamment), affichent un très net intérêt pour les domaines de l'environnement, de la responsabilité sociale, et de la gouvernance, qu'elles estiment compatibles avec leurs objectifs de rendement financier.

HNWIs' Interest in Socially Responsible Investments, 2006 (%)



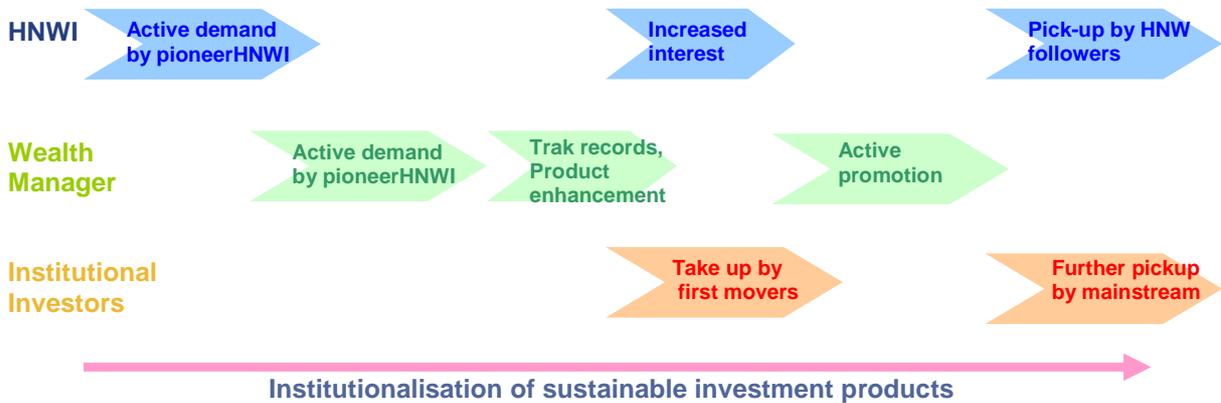
Drivers for Sustainable investment Demand



Sources : Capgemini / Merrill Lynch Financial Advisor Survey, March 2007 et Eurosif HNWI & Sustainable Investment Survey, 2008

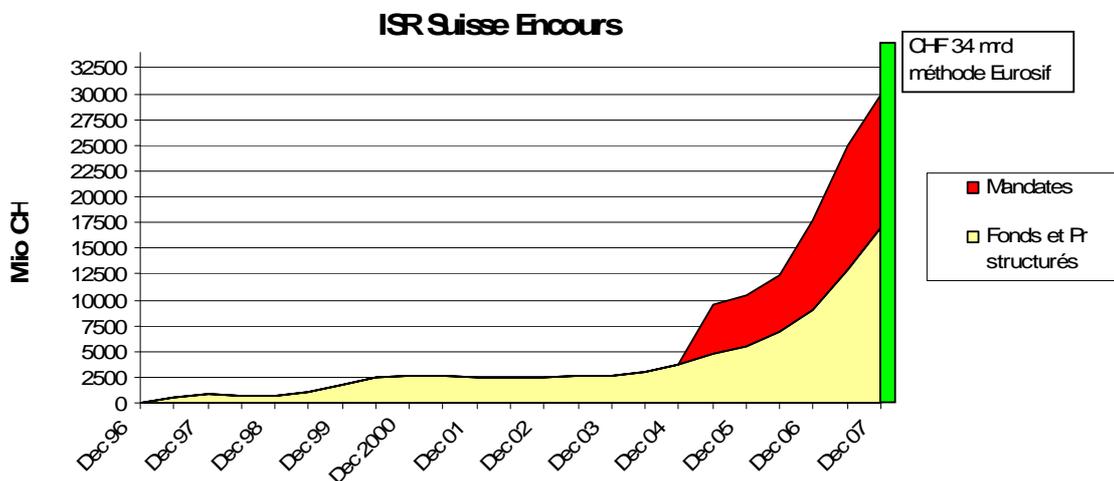
Selon Eurosif les investissements durables sont en forte croissance chez les investisseurs détenant une fortune liquide supérieure au million de dollars (High Net Worth Individuals). Les HNWI pourraient même devenir, selon Eurosif, une source importante de capital privé qui compléterait le financement public des secteurs, produits, services et pratiques axés sur la durabilité. Si cette tendance devait se confirmer dans la crise actuelle, alors cela pourrait ouvrir les portes à de nouveaux territoires d'investissement durable comme par exemple le « private equity ».

Typical innovative process



En Europe, ce type de placement représente 8% des portefeuilles des millionnaires, ou 540 milliards d'euros. L'étude prédit qu'en 2012, cette part croîtra à 12%, franchissant la barre des 1000 milliards d'euros. ...

3.3 L'éthique des Helvètes



La Suisse peut être considérée comme l'un des pays de référence, ses gestionnaires ayant été parmi les premiers à offrir des produits ISR. L'investissement socialement responsable croît également en Suisse où, selon une enquête récemment menée par le consultant zurichois OnValues, les montants totaux sous gestion SRI s'élèvent à CHF 30 milliards à fin 2007, soit une croissance de 67% par rapport à décembre 2006. Sur la même période le marché global des fonds helvétique s'est contracté de 1% (même phénomène observé la période précédente 2005/2006 : les fonds de placement collectifs et les produits structurés ISR avaient eu une croissance de 19%, soit nettement plus que la croissance du marché global des fonds suisses qui avait été seulement de 6% selon le Swiss Funds Association).

sources : OnValues Swiss market Survey
(les mandates ne sont comptabilisés que depuis fin 05)

Compte tenu de l'évolution des marchés en 2008, il est probable que ces encours auront largement diminué au cours de cette dernière année. La seconde moitié de 2007 a d'ailleurs enregistré un ralentissement de la croissance des encours dû à la baisse des cours boursiers.

Il est intéressant de relever qu'en 2007 pour la première fois la clientèle privée et le retail ont dépassé les institutionnels (53 % contre 47 % selon l'étude Eurosif) en termes de volumes totaux d'investissement. Cela s'explique par l'engagement fort des branches de « private banking » des banques et des banquiers privés et de leurs clients dans l'investissement durable. Là encore, la Suisse pourrait donner le ton de ce qui pourrait être l'avenir de l'ISR.

A l'avenir, les fonds de pension et les banques, en Suisse comme en Europe, devraient augmenter leurs encours ISR. Le gouvernement helvétique pousse, depuis 2005, les fonds de pensions publics à intégrer les fonds ISR dans leur gestion.

Fonds thématiques

Les banques privées d'investissement s'intéressent de plus en plus aux offres thématiques (soit CHF mrd 21.67) et sont susceptibles de tirer le marché de l'ISR. Ce nouveau canal devrait aider à la conquête de la clientèle privée (80 % des investisseurs pour ce type de véhicule). C'est en effet un type d'investissement qui recèle un potentiel fort d'émotions et reste facile à expliquer. Pas de benchmark par exemple pour ces produits où l'univers d'investissement est décrété par le gérant.

L'essor des fonds à thèmes ont fait l'objet d'une étude spéciale de OnValues en 2007 pour la Suisse qui a mis en évidence que les motivations des investisseurs étaient une combinaison de principes responsables et de rentabilité dans des secteurs prometteurs tout en permettant une diversification du portefeuille.

Cette pluie " verte " qui s'abat sur la finance dope les efforts marketing des sociétés de gestion qui lancent des fonds environnementaux, spécialisés sur l'eau ou les énergies propres à un rythme effréné (sans compter les certificats et trackers). Les belles performances de ces produits ont convaincu les investisseurs.

Il est, à notre avis, discutable de considérer ces investissements comme purement ISR. En effet, ils se font en partie au détriment d'une approche d'investissement basée sur des filtres ESG positifs / best in class plus large et mieux appropriée aux buts du Développement Durable. En Suisse, par exemple, seul 45 % des fonds à thème appliquent parallèlement une analyse ESG des entreprises productrices.

Cette approche thématique favorisent souvent des effets de marketing dans des domaines certes environnementaux mais pas forcément respectueux de ces règles. Le thème d'investissement ne peut, à lui seul, justifier de cette appellation « ISR » et il est important que la société de gestion apporte une mise en garde (principe de transparence) lorsqu'elle recourt à ce canal ! Ce d'autant plus qu'avec l'intérêt croissant de l'industrie du private banking et de ses clients les stratégies ISR globales seraient de plus en plus remplacées par des fonds thématiques.

3.4 Crise et éthique : « New Deal vert » vers un capitalisme responsable

Nous pouvons alors penser que cette croissance de l'ISR ne pourra que se confirmer dans les années qui viennent. Besoin d'autant plus d'actualité avec la crise et la nécessité de refondation de la finance vers plus d'éthique. D'ailleurs les questions et évocations dans l'entourage de Obama, comme en France et en Allemagne, de savoir si les stimulations nécessaires à l'économie mondiale ne passe pas par un « New Deal Vert » permettent de le croire.

La crise a des effets positifs et aura des conséquences durables sur nos modes de vie et de consommation. En quelques mois, accompagnée d'une facture, et d'une fracture, sociale élevée, cette crise a fait plus en un mois pour l'environnement que tous les Grenelles de l'environnement du monde.

La chute de la consommation d'essence mondiale, des ventes de voitures, ou encore des transports liée à la baisse des revenus, de la consommation et des investissements va faire économiser des millions de tonnes de CO2. Les changements profonds de comportement de consommation des ménages aura, aux dires de nombreux observateurs, un effet durable avec une envie profonde de changement de mode de consommation (et d'investissement). Sur consommer devient « out ». Boire de l'eau du robinet à la place de l'eau minérale devient « in ».

Plusieurs raisons supportent l'essor de fonds ISR, au-delà d'un effet de mode et nouveau filon financier. D'une part, les sociétés et les individus réclament de plus en plus de la transparence sur la manière dont on gère les fonds, à savoir à qui cela profite et si cela est conforme à leurs valeurs. Ils veulent de la rentabilité financière certes, mais aussi un investissement compatible avec une certaine vision (positive et solidaire) du monde et de la société. D'autre part, les sociétés de gestion et les investisseurs ont intérêt à se pencher sur ces questions parce qu'elles sont essentielles pour dessiner la paysage économique et financier dans lequel ils évoluent.

Les fonds ISR sont aussi amener à pointer du doigt les dérives et les limites du modèle « low cost » ou/et ultra libéral de la globalisation telles que développées aujourd'hui qui se traduisent le plus souvent par des pressions sociales à la baisse (salaires, santé, délocalisation, pollution).

En réhabilitant les critères de moyen terme et de long terme, la crise sera favorable à l'ISR, alors que l'offre de fonds augmente et se segmente pour s'adapter à la demande des investisseurs individuels. Cette crise est peut-être un tournant économique majeur : la fin de la société de sur consommation et de convoitise vers un capitalisme responsable.

4 Les piliers de l'ISR

Les pratiques éthiques en entreprises émergent aujourd'hui dans une société qui perd ses références dans un contexte lourd de mondialisation et de la crise qui s'en est suivi. Dans ce contexte de fortes pressions économiques, les investisseurs sociaux attendent des entreprises dans lesquelles ils investissent, à la fois une bonne performance financière et une bonne performance sociale et environnementale.

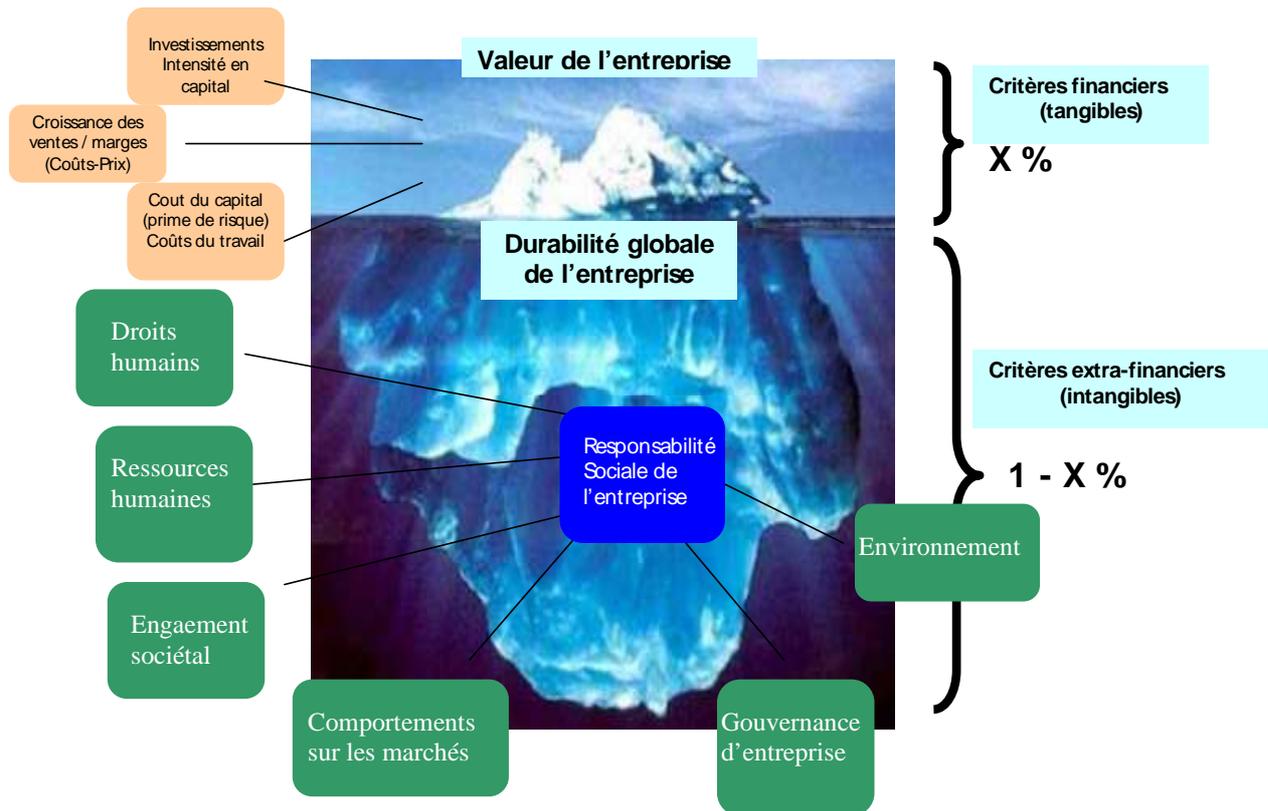
4.1 Critères financiers et extra-financiers

Une approche ISR investit exclusivement au sein d'entreprises, qui au-delà des critères financiers traditionnels (avant tout la rentabilité), respectent des valeurs sociales, environnementales et de gouvernance (critères ESG) précises.

FINANCIER	SOCIAL	ENVIRONNEMENT
Positionnement stratégique	Gestion clientèle	Politique environnementale
Perspectives de croissance	Gestion employés	Initiatives
Barrières à l'entrée	Loyauté envers la communauté	Systèmes de management
Levier opérationnel	Relation avec les fournisseurs	environnemental (SME)
Solidité du Bilan	Loyauté des actionnaires	Fournisseurs
Politique / Légal / Taxes	Gouvernance d'entreprise	Eco-efficience
Structure du capital		

L'ISR se traduit donc par une sélection qualitative d'entreprises socialement responsables dans lesquelles l'investisseur accepte de placer son argent. A la définition minimaliste proposée par Milton Friedman (1970) selon qui la responsabilité sociale de l'entreprise se limite à la maximisation du profit pour l'actionnaire, H.A. Simon (Altruism and economics 1993) a répondu que « limiter l'objectif de l'homo economicus au seul profit économique est une hypothèse bien plus forte que celle qui sous tend la maximisation de son utilité. C'est aussi empiriquement faux ». La maximisation du profit ne suffit plus !

Les critères purement financiers ne sont plus que la partie émergée de l'iceberg.



Différents critères sont utilisés pour évaluer les entreprises responsables. Généralement deux approches (non exclusives) sont reconnues :

• **Les critères négatifs ou d'exclusion** excluent du portefeuille d'investissement certaines entreprises en fonction notamment de la nature, du lieu, de la pratique, de leurs activités. Par exemple :

- les secteurs d'activité problématiques : l'armement, l'énergie nucléaire, le tabac, l'alcool, ou encore le pétrole ;
- les pays sensibles : les pays non respectueux des droits de l'Homme ;
- les pratiques médicales et scientifiques : les manipulations génétiques, les tests sur les animaux.

L'exclusion sera soit globale (exclusion de la totalité du secteur d'activité, exclusion géographique) soit nuancée (exemples : exclusion des entreprises dont plus de 10% du chiffre d'affaires provient de la vente d'armes, exclusion de l'entreprise qui pratique des tests sur les animaux). Par exemple, en 2005 le ministère des finances Norvégien a vendu les participations que «le fonds souverain» détenait dans divers groupe du secteur de la défense et exclus du portefeuille national des sociétés pour leur participation au développement du secteur de l'armement.

• **Les critères positifs de sélection** évaluent les entreprises selon trois, voire quatre si l'aspect financier est inclus, grands axes caractéristiques de la notion de développement durable :

- environnement (PLANET): minimalisation des impacts sur l'environnement, gestion des risques, protection des ressources naturelles ;
- social (PEOPLE) : respect des droits de l'homme, gestion de l'emploi, politique de rémunération, responsabilité de l'entreprise vis-à-vis de l'ensemble de ses parties prenantes (actionnaires, collectivités, clients, fournisseurs...), programmes de non-discrimination, politique de mécénat ;

- gouvernance : transparence, mise en place des normes, respects des processus environnementaux
- financier (PROFIT): pérennité financière, potentiel économique.

Si historiquement les critères d'exclusion étaient l'apanage des produits éthiques, induisant ainsi l'exclusion de pans entiers de l'économie, la pratique actuelle tend plutôt à comparer et à analyser de manière approfondie, au sein d'un même secteur, les entreprises entre elles. Cette approche sectorielle permet non seulement d'identifier les meilleures entreprises de leur catégorie (« best in class ») mais également les entreprises pionnières. Il est aussi possible de combiner les critères négatifs aux critères positifs : on nomme ce type de filtrage « core ISR »³. Plus le filtrage socialement responsable est strict, plus l'univers d'ISR se réduit par rapport à l'univers d'investissement traditionnel.

³ Il importe de noter qu'à ce niveau, les points de vue américain et européen divergent. Aux Etats-Unis, un fonds peut être qualifié d'éthique alors même qu'il n'y a pas de politique de filtrage positif : les critères d'exclusion ou l'activisme actionnarial suffisent. En revanche, selon les règles d'usage européennes, le filtrage négatif à lui seul est une condition insuffisante pour considérer un investissement – et a fortiori un portefeuille – comme socialement responsable.

Typologie des fonds

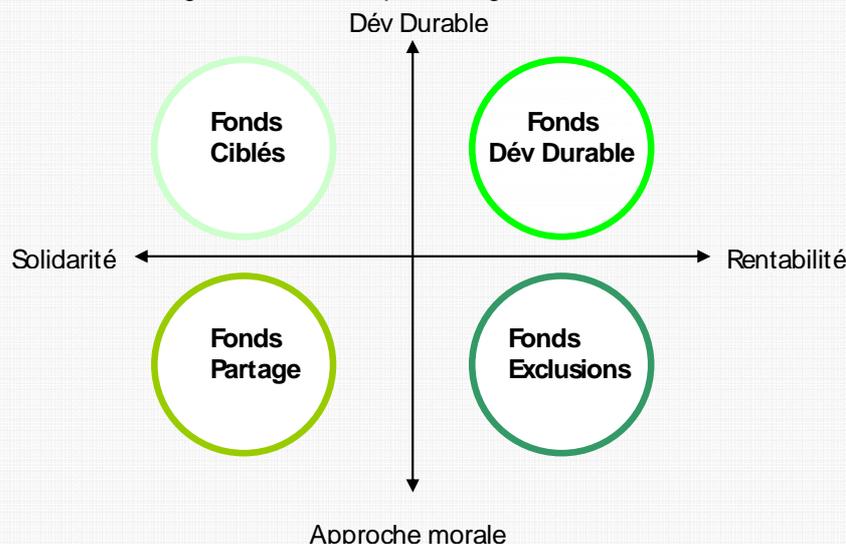
A ce jour les fonds ISR se classent en **4 générations** avec une exigence éthique croissante. Ce classement contribue à expliquer l'évolution de la sémantique utilisée par les analystes pour qualifier la finance éthique ou désormais responsable.

- Les fonds durables de la **première génération** se fondent uniquement sur des **critères négatifs** et ont été créés à la demande de congrégations religieuses soucieuses de gérer leur trésorerie en accord avec leurs valeurs morales. Cela signifie que le fonds exclut les entreprises qui opèrent dans certains secteurs d'activité tels que l'armement ou le tabac par exemple ou encore les entreprises qui effectuent des investissements dans des États « indésirables ».
- La **deuxième génération** de fonds durables applique des **critères positifs**, orientés vers un secteur ou un thème spécifique. Ici on recherche activement les entreprises qui sont performantes dans un domaine déterminé, par exemple en menant une politique sociale remarquable ou en fournissant des efforts considérables en vue d'une production écologique. Pour ces fonds, on analyse les entreprises uniquement en fonction d'un ou plusieurs aspects (s) d'entreprise durables.

Les 1ères et 2èmes générations peuvent poser un problème éthique de méthodologie, dans le sens où une bonne note sur un thème sur pondéré par l'ensemble des évaluateurs ne peut pas compenser le fait d'être médiocre sur un autre critère.

- Les fonds de la **troisième génération** sont qualifiés de "durables" en ce sens que l'étude de ces fonds se concentre sur tous les domaines de l'entreprise durable. Ils visent une approche intégrée de la rentabilité financière et de la performance sociale et environnementale. Ces fonds choisissent alors sur cette base les entreprises qui comptent parmi les meilleures de leur branche d'activité. L'étude s'oriente aussi bien vers la politique interne en matière de personnel et les relations avec la société, qu'elle s'attache aux efforts en matière d'environnement et d'éthique de la politique économique d'une entreprise.
- La **quatrième génération** correspond à des fonds qui investissent, tout comme les fonds de la troisième génération, dans des entreprises durables au sens large du mot. La plus-value réside ici dans la qualité de l'étude et dans la méthode d'évaluation. L'élément central de l'étude de la quatrième génération est la **communication avec les "parties prenantes"** d'une entreprise. Il y a désormais une démarche active de dialogue avec les entreprises et leurs parties prenantes ce qui permet d'obtenir des informations plus fines sur les sociétés.

Cette classification du marché de l'investissement socialement responsable peut être présentée d'une manière quelque peu différente. Il s'agit des fonds d'activisme actionnarial, des fonds ayant une approche de screening, et de manière plus marginale des fonds ciblés et des fonds de partage.



4.1.2 Les critères extra-financiers (ESG) s'installent durablement

Les critères extra financiers sont cruciaux dans le processus de l'ISR et en sont tout à la fois la problématique la plus sensible. En effet, ils sont déterminants à plusieurs niveaux :

- La société (qui les définit, les évalue, les contrôle ?)
- L'entreprise (comment les mettre en place, les respecter, communiquer ?)
- Le processus d'investissement (faut-il les retenir tous, si non lesquels, sur quelles bases ?)
- La performance (comment en mesurer l'impact ? comment influencent-ils le résultat ?)

Nous le constaterons, le développement de ces critères, leur mise en application et leur matérialisation sont des jalons majeurs dans l'accession à la durabilité. Pour cette raison, leurs définitions se doit d'être aussi précises et concrètes que possible et reconnues par le plus grand nombre.

En regard de l'analyse financière classique qui a pour objet de déterminer un objectif de cours pour un titre en se basant sur des éléments quantifiables, bon nombre de critères extra-financiers ne s'analysent pas de cette façon. Il s'agira donc d'identifier les sources potentielles de création de valeur à partir d'éléments non nécessairement matériels de l'entreprise et qui peuvent à moyen-long terme lui donner un avantage compétitif. Qualitatifs, ils sont par essence difficilement quantifiables et empruntés d'une certaine subjectivité qu'il s'agira de réduire par harmonisation des normes et le développement d'échelles de référence des indicateurs (pondérations).

4.1.3 Normes, notation et évaluation des critères ESG

Le champ des normes du droit public international relatif aux entreprises est encore limité et fragile. Deux instruments seulement s'adressent directement aux entreprises, notamment aux multinationales : les Principes Directeurs de l'OCDE (1976, révisés en 2000) qui, outre le respect des législations locales, énumèrent les engagements continus que les entreprises devraient observer - y compris en l'absence de législation spécifique - dans leur sphère d'activité et d'influence - et la Déclaration Tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale adoptée par l'Organisation Internationale du Travail (OIT, 1976, révisée en 2000)⁴. Il n'était que logique, dans ces circonstances, que des initiatives privées, sectorielles ou transversales soient initiées, les plus avancées ayant le souci de la compatibilité de leurs objectifs avec ceux énoncés par les Institutions internationales publiques : c'est le cas du Pacte Mondial (Global Compact) initié par le Secrétariat général des Nations-Unies en 1999 et de l'Initiative Global pour le reporting (GRI)⁵.

A l'effort des autorités nationales et internationales qui s'activent pour harmoniser et réguler ces principes, se greffe aujourd'hui ceux d'agence de notation extra-financière⁶. Ces agences se proposent de classer les sociétés cotées d'un secteur d'activité selon les critères ESG.

Classiquement la procédure de notation extra-financière se base sur une grille d'évaluation et consiste à attribuer par une agence spécialisée (ou à l'interne) une note évaluant la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise. Chacune de ces agences a sa méthodologie propre, qui lui permet d'attribuer la note sur la base de l'analyse des documents publics de l'entreprise, de questionnaires

⁴ Voir à ce sujet Organisation de Coopération et de Développement Economiques, *Les Principes Directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales*, <http://www.oecd.org/dataoecd/56/39/1922470.pdf>, PDF, 1976 Révision 2000
Organisation Internationale du Travail, *Déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale*,

<http://www.ilo.org/dyn/declaris/DeclarationWeb.IndexPage>, 1977, révisée en 2000

Kofi Annan, Forum économique mondial de Davos, *Le Pacte Mondial*, <http://www.un.org/french/globalcompact/>, 1999, et [PRI Report on Progress 2008](http://www.un.org/french/globalcompact/) <http://www.un.org/french/globalcompact/>

La phase opérationnelle du Pacte a été lancée au Siège de l'ONU à New York, le 26 juillet 2000

⁵ On soulignera La Global Reporting Initiative (GRI) issue d'une initiative privée prise en 1997 par une organisation non gouvernementale basée à Boston, aux États-Unis, la Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) et le programme des Nations Unies pour le développement (PNUD). Le GRI a pour mission l'établissement et la diffusion de lignes directrices pour la publication de rapport de développement durable. A l'heure actuelle, le référentiel de la GRI comporte 150 indicateurs.

⁶ En Europe, il en existe une dizaine de réputation internationale comme Vigéo et Ethibel, Eiris, KLD, SAM ou encore SiRi, Centre Info et Asset 4 par exemple.

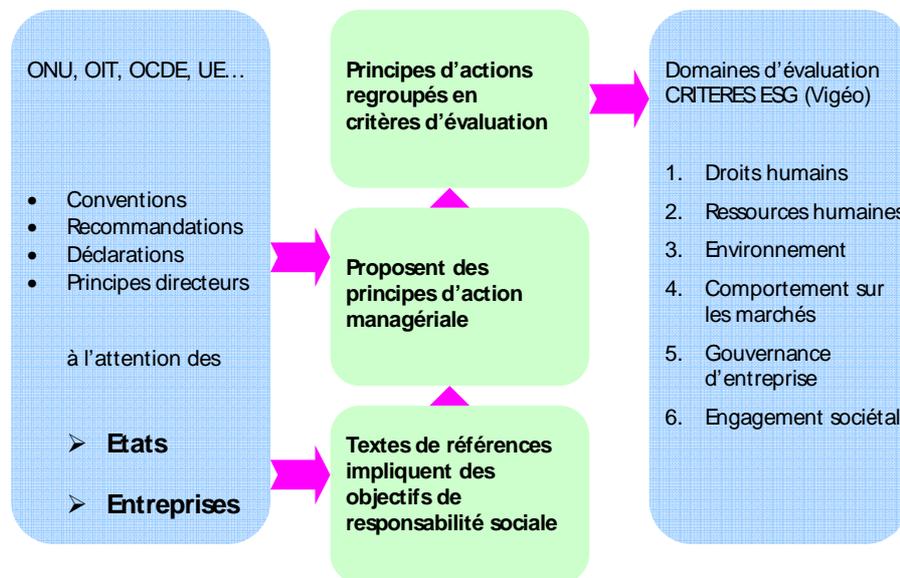
qu'elle lui adresse, voire d'entretiens avec certains de ses responsables⁷ et les parties prenantes. Il est admis qu'il faut, en moyenne, trois mois pour mener à bien l'analyse ESG d'une société.

Au fil des ans, les critères se sont multipliés pouvant aller jusqu'à 800. Il est alors impossible de les gérer tous. Nombreux sont ceux qui effectuent donc un tri en choisissant les critères extra-financiers qui ont un véritable impact sur les résultats financiers ou sur le risque global sous-jacent de l'entreprise. C'est la matérialité.

Les critères matériels sont les critères extra-financiers ayant démontré un impact avéré sur la valorisation (rentabilité cumulée) ou le niveau de risque (volatilité globale ou risque spécifique) d'une valeur. En se concentrant sur les critères matériels, les équipes d'analystes ISR cherchent à définir la valeur ajoutée que peuvent avoir à plus ou moins long terme des critères extra financiers.

L'exemple de Vigeo

L'agence Vigeo fait correspondre sa grille d'analyse à des objectifs de responsabilité sociale de portée universelle définis par l'Organisation des Nations Unies (ONU), l'Organisation Internationale du Travail (OIT) ou l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE). Dans le cadre du processus d'analyse, elle subdivise l'évaluation en 6 domaines : les Ressources Humaines, les Droits Humains, l'Environnement, le Comportement sur les marchés, la Gouvernance d'entreprise et l'Engagement Sociétal.



Sources : VIGEO

Il s'agit d'identifier les risques auxquels une entreprise est sujette et qui ne relèvent pas de la performance économique mais davantage de l'image, de sa capacité d'innovation, de sa capacité à attirer les talents. C'est ce que l'on appelle communément le capital immatériel. L'appréciation des différentes dimensions de l'engagement en responsabilité sociale de l'entreprise est issue de l'analyse des documents publics de l'entreprise mais aussi d'une étroite collaboration avec les managers de l'entreprise, ainsi qu'avec ses parties prenantes au titre desquels les syndicats, les associations et les ONG.

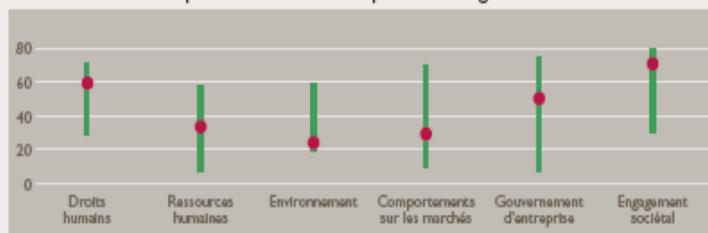
L'agence Vigéo associe 6 types de risques –réputation, efficacité, cohésion sociale (capital humain), juridique, opérations de marché, transparence- supposés refléter le degré d'engagement en responsabilité sociale de chaque entreprise. Le postulat étant qu'une performance extra-financière positive réduit le degré d'exposition aux risques de responsabilité sociale. Ensuite des pondérations sont appliquées à chaque type de risque en fonction du domaine.

⁷ Voir annexe « Guide des organismes d'analyse sociétale » édité par l'ADEME pour comprendre leurs pratiques).

Exemple de scores et ratings de l'Entreprise X

Domaines min -- / max ++	Scores	Scores	Ratings	Ratings
	Fév. 05	Oct. 06	Fév. 05	Oct. 06
Droits humains	55	60	+	+
Ressources humaines	36	34	=	=
Environnement	22	24	=	=
Comportements sur les marchés	25	30	-	-
Gouvernement d'entreprise	45	52	=	+
Engagement sociétal	60	72	+	++

Positionnement de la performance de l'Entreprise X au regard de son secteur en 2006



Chaque critère se verra attribuer une note, en valeur absolue de 0 à 100. Ces notes seront ensuite consolidées au niveau du domaine, par exemple. Enfin, la performance de l'entreprise sera positionnée au regard des autres entreprises de son secteur, pour obtenir un rating, allant de - - à ++ (*++ fait partie des entreprises les plus engagées du secteur + fait partie des entreprises actives de son secteur = est dans la moyenne des entreprises du secteur - fait partie des entreprises en dessous de la moyenne du secteur -- fait partie des entreprises les moins avancées du secteur*).

La notation extra-financière apporte un éclairage sur la responsabilité sociale de l'entreprise, elle contribue à :

- évaluer la qualité de gestion de l'entreprise et ses projets dans la globalité environnementale, sociale et de gouvernance;
- apporter à l'entreprise une sorte de tableau de bord, qu'elle peut suivre dans le temps, l'enjeu pour elle étant d'améliorer (ou de maintenir) sa note ;
- la reconnaissance de l'entreprise car l'évaluation faite par un tiers, donc *a priori* objective, s'appuyant sur des éléments tangibles reconnus, est opposable aux tiers ;
- offrir aux investisseurs, un indicateur de la sensibilité aux risques de l'entreprise, ce qui permet de mobiliser l'épargne vers les entreprises les plus performantes sur le long terme (donc celles qui maîtrisent le mieux leurs risques) ;
- communiquer : pour l'entreprise qui reçoit l'analyse d'un tiers sur sa propre stratégie ; pour les actionnaires et investisseurs qui ont ainsi une lecture considérée comme impartiale de l'entreprise dans laquelle ils investissent ou envisagent d'investir, lecture mise en perspective avec les autres entreprises du secteur (benchmarking).

Dans ce processus, la question centrale nous paraît être celle de l'appréhension des critères extra-financiers et leur contribution à la durabilité. Il ne faut pas se tromper : la prise en compte des critères ESG par les entreprises et les investisseurs tient, en partie, au désir de répondre aux exigences croissantes des consommateurs-épargnants, investisseurs, en matière de respect des normes environnementales et sociales. Dès lors si prendre en compte les critères ESG dans le processus d'analyse et de décision en matière d'investissements est certes important, ce n'est pas suffisant. Il conviendra :

- d'expliquer non seulement la nature exacte de ces critères mais aussi leur poids relatif dans la notation globale ESG donnée par l'analyste (ou l'agence). Si l'investisseur sait qu'il contribue à promouvoir le développement durable, il doit savoir si les entreprises qu'il finance sont performantes au regard de chacun de ces critères.
- de mesurer très précisément le poids de ces critères dans la stratégie globale d'allocation suivie par le gérant de fonds et la restitution qui en est faite à l'investisseur dans l'attribution de la performance.

En effet, il n'existe vraiment d'ISR que dans la mesure où la prise en compte des critères de développement durable est traçable et, pour être totale, où elle est accompagnée d'une véritable transparence non seulement sur l'apport des critères ESG mais aussi sur son activisme actionnarial, garantie pour l'investisseur de sa contribution au développement durable. Cela devrait aussi être le rôle imparté aux organismes gouvernementaux et intergouvernementaux pour assurer l'essor et la

pérennité de l'ISR dans le développement durable. Il est souhaitable que des organisations comme le Social Investment Forum et le PRI relève ce défi.

4.2 Matérialité, obscur objet de désir

La notion de matérialité est devenue centrale ces dernières années dans l'analyse ESG. Cet obscur objet de désir est de tous les séminaires et sur toutes les langues des analystes et chercheurs ISR. De quoi en retourne-t-il ?

Dans un premier temps il s'est agit de convaincre les milieux financiers de la nécessité d'incorporer les valeurs de la durabilité en arguant qu'elles avaient un impact positif sur les opérations de l'entreprise, donc des profits. Pour ce faire, obligation du résultat oblige, les tenants de l'ISR ont cherché à évaluer ces impacts et les lier à l'activité de l'entreprise.

Une proposition est venue en 2004 de l'Institut suédois Mistra dans une étude controversée « Value for Money ». Cette étude souligne « tout en reconnaissant qu'un grand nombre de problèmes sociaux, environnementaux et économiques peuvent être d'importance pour différentes parties prenantes, ces questions ne doivent être considérées que comme matériel seulement lorsqu'elles ont un impact actuel ou potentiel sur la valeur de l'entreprise ». Autrement dit qu'un indicateur pour la responsabilité sociale importe que s'il influence directement la valeur d'investissement de la société.

Une autre proposition est dérivée du sens du mot « matériel », à la fois « il est » et « il impacte » (conséquences). C'est-à-dire que quelque chose est toujours matériel **pour** quelque chose d'autre. Cet autre chose pouvant être, tout ou part, des parties prenantes (actionnaires, mais aussi, environnement, employés, collectivités...). Avec cette définition, la matérialité pose l'échelle sur laquelle le comportement de l'entreprise est en accord avec le concept de durabilité, donc à l'extrême aussi son immatérialité.

Le développement durable regarde vers l'avenir mais il induit des ajustements au présent. Par exemple, limiter la consommation énergétique réduit les coûts (peut-être à moyen terme si des investissements alternatifs sont faits) et bénéficie à l'environnement. Exporter des produits chimiques toxiques dans un pays du Sud (à travers d'obscurs canaux) non conscients des conséquences peut conduire à des tragédies et à leurs suites juridiques et financières.

Si sur le fond et dans les implications les deux approches divergent, quand il s'agit de résultats pratiques de nombreuses similarités existent. Les liens existent souvent entre « responsabilité sociale » et « valeur d'investissement », en particulier sur une perspective à long terme. Dès lors, la matérialité qui importe pour les parties prenantes dans leur choix concernant la durabilité peut aussi déboucher rapidement sur un problème financier pour l'entreprise et sa valeur.

Cependant, ce lien entre « responsabilité sociale » et « valeur d'investissement », n'est pas toujours clairement identifié (qu'en est-il des droits humains, le travail des enfants et de leurs violations si elles restent occultée ?). Cette dimension « non matériel » explique l'écart entre ces approches et marque probablement leurs limites inconciliables à l'utilisation d'indicateurs communs et leurs conclusions différentes sur la responsabilité sociale de l'entreprise.

Le problème réside dans le fait que l'approche de la matérialité ne tient pas compte du concept économique fondamental des externalités. Pour la plupart des « biens » dont s'occupe le développement durable il n'y a tout simplement pas -ou alors ils en sont à leurs balbutiements- de marché. En conséquence, les entreprises générant ce type de biens profitables à l'intérêt public engendrent des externalités positives qu'elles ne sont pas en mesure de valoriser en les vendant sur le marché. Et parallèlement elles pourraient voir leur position concurrentielle affectée. Et réciproquement pour les externalités négatives.

Ce lien entre durabilité et matérialité s'illustre parfaitement dans le cas des producteurs européens d'électricité⁸. Les compagnies d'électricité sont soumises au système européen d'échange de droits d'émission (EU-ETS). Pour elles, les émissions de CO2 sont indubitablement une matérialité. Pour sa part la Chine n'est pas soumise à ces limitations en matière de CO2. Personne n'argumentera

⁸ Christoph Butz, Stephen Barber et Jean Laville « Time for a rethink on responsible investing » Financial Times, Nov 13, 2006

pourtant qu'il y a une quelconque différence de durabilité globale entre une tonne de CO2 émise en Allemagne ou une tonne émise en Chine.

4.2.1 Durabilité : ne pas vendre son âme au diable

Mettre sur pied d'égalité des questions relevant véritablement de la durabilité et des questions ayant trait à la matérialité, voire de conclure que là où il n'y a pas de matérialité, il n'y a pas de durabilité, serait un raccourci extrêmement dangereux⁹. Il est important de ne pas substituer durabilité par matérialité, et ainsi de ne pas vendre son âme au diable ! Il n'est pas trop tard pour les promoteurs de l'ISR de revenir à la signification originale donnée au DD pour investir dans les entreprises qui génèrent davantage de durabilité.

Certes, ce n'est pas toujours possible, en particulier pour les investisseurs institutionnels soumis à des contraintes de diversification et de rentabilité (voir partie performances). Il n'en demeure pas moins que définir la matérialité des critères ESG à la seule aune de la valeur boursière altère sensiblement les objectifs de ce qui devrait être le développement durable pour beaucoup d'acteurs, y compris les investisseurs institutionnels. Il appartient aux instituts de recherches et régulation de comprendre ces besoins et d'y répondre avec les outils appropriés.

Avec une compréhension claire du concept de matérialité *et de ses limites* les parties prenantes seront à même de soulever les questions qui les concernent le plus. C'est dans un dialogue ouvert et constructif avec les entreprises et ses parties prenantes, en exerçant son droit de vote, qu'il résultera une adéquation entre la stratégie à long terme de l'entreprise et le développement durable.

Pour les ONG et les parties prenantes de l'entreprise :

- Comprendre la fonctionnalité de l'entreprise, les tenants et les aboutissants du comportement de l'entreprise, donc comment ils peuvent avoir un engagement optimal ;
- définir les bases et la manière dont les entreprises et les analystes doivent approcher les problèmes de durabilité ;

Pour les investisseurs et les analystes ses enjeux sont clairs :

- comprendre comment les critères ESG peuvent affecter une entreprise et sa valeur financière maintenant et dans le futur, mais aussi intégrer la part des paramètres non matériels
- proposer des recommandations et des décisions d'investissement plus sensibles et durables.

Nous croyons qu'il est important pour les tenants de l'ISR de parler à la fois les langages de l'éthique et de l'économique, donc d'identifier et d'évaluer les impacts ESG sur la valeur financière de l'entreprise et la performance des investissements, sans pour autant perdre de vue la vraie nature du concept de développement durable. Même si l'investissement socialement responsable peut être exprimé et expliqué en termes économiques, il ne devrait jamais avoir besoin d'être justifié par ceux-ci.

En conclusion, il est difficilement acceptable de faire passer une sorte de matérialité teintée de pseudo-durabilité comme concept ISR auprès des investisseurs. Ecouter les parties prenantes, respecter les intérêts et les préférences des investisseurs et du public est la seule façon d'extraire la véritable matérialité.

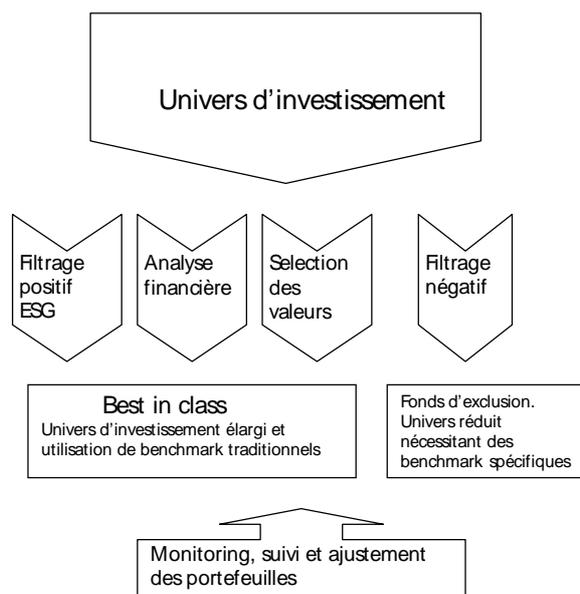
Au final, à trop chercher une preuve, un impact matériel et financier, *une matérialité*, on risque bien de passer à côté de l'essentiel...

⁹ Idem

4.3 Le processus d'investissement

Au-delà de ce débat nécessaire, l'apport de l'analyse extra-financière à la gestion et son évaluation dans la performance sont néanmoins centraux pour contribuer à l'épanouissement de l'ISR. Même si l'analyse financière n'est pas objective et que l'immatériel peut représenter aujourd'hui entre 40 et 60 % de la valorisation d'une entreprise, il faut insister sur la nécessité de "réconcilier le financier avec l'extra-financier".

Une fois les critères évalués et une notation de durabilité obtenue généralement par une agence spécialisée, (mais de plus en plus les institutions cherchent à la déterminer à l'interne). Le processus d'investissement se poursuit avec soit un filtrage négatif (exclusion) soit une sélection positive.



La sélection négative exclut de l'univers (du fonds) une catégorie spécifique d'actions dans sa totalité, par exemple les cigarettiers. En général, elle ne nécessite pas de bannir un grand nombre de sociétés et n'a pas la plupart du temps un impact additionnel significatif sur le tracking error. C'est une approche encore très populaire aux Etats-Unis et en Grande Bretagne.

La sélection positive cherche à sélectionner dans un univers retenu (mondial, étasuniens, européens...) les meilleures entreprises de chaque secteur en fonction des critères ESG et financiers. La méthode « best in class » permet de ne pas bannir certains secteurs d'activité. Chaque institution (ou gérant de fonds) décide alors de l'univers de sélection. Une fois cet univers délimité, la pondération des valeurs au sein du fonds ainsi que sa gestion financière appartiendra toujours en ultime ressort au gestionnaire de fonds avec une philosophie plus ou moins stricte et sa volonté de transparence. C'est l'approche la plus répandue en Europe.

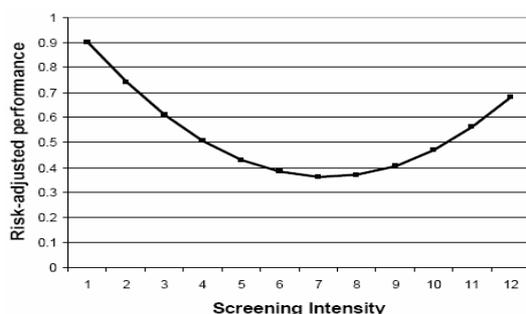
4.3.1 Tout ou rien ? Curvilinéarité

A ce stade deux questions d'importance méritent d'être soulevées.

Premièrement, jusqu'où faut-il multiplier les critères ESG pour filtrer les valeurs à retenir ? Vaut-il la peine d'accroître le nombre des filtres pour avoir un résultat satisfaisant de l'ISR ?

Deuxièmement, la réduction de l'univers qui dérive de l'utilisation de critères de sélections spécifiques ne risque-t-elle pas amener une diversification insuffisante, contraire aux règles de la théorie de la gestion des actifs ? Soulignons déjà que l'avantage du « best in class » réside dans la réduction du risque supplémentaire induit par la supposée moindre diversification des fonds ISR, puisque l'approche « best in class » n'entraîne pas de réduction de l'univers d'investissement. Nous y reviendrons dans l'étude de la performance.

Une réponse intéressante à la première question a été apportée par Michael Barnett et Robert Salomon¹⁰. Les deux chercheurs ont testé les 12 filtres communément utilisés par les fonds ISR (US)¹¹. Plus grand est le nombre de critères utilisés par le fonds, plus forte est l'intensité de filtrage (screening intensity). Ils obtiennent une relation curvilinéaire entre le nombre de filtres et la performance. La performance est meilleure pour les fonds qui appliquent un petit nombre ou un grand nombre de filtres comparativement aux fonds qui utilisent un nombre moyen de filtres.



La performance étant bonne pour les fonds ayant peu ou beaucoup de filtres et mauvaise pour ceux utilisant un nombre moyen de filtres (de 6 à 9). Selon les auteurs, les bons résultats des extrêmes s'expliquent par la bonne diversification des fonds ayant peu de filtres et par la meilleure capacité de sélection dans un univers restreint pour les fonds appliquant un grand nombre de filtres¹².

Ces observations pourraient laisser penser que l'ISR est une approche « tout ou rien ». Pour Barnett et Salomon, c'est plutôt un pont entre deux idées opposées –l'éthique coûte contre l'éthique paie-. Pour nous il en découle que les processus d'investissement doivent considérer avec le plus grand soin les effets des filtres retenus sur la performance de leurs investissements. Le choix n'est pas simplement d'avoir ou non une stratégie ISR, mais à quel degré la situer. La conclusion serait alors soit de s'investir totalement dans la recherche et l'évaluation pour exclure toutes les entreprises socialement irresponsables, soit exclure peu de firmes afin de conserver l'attrait et l'apport de la diversification.

Néanmoins, *last but not least*, la multiplication des critères et indicateurs peut amener à retenir ceux peu significatifs et/ou contradictoires et conduire à perdre de l'information en provenance des critères les plus pertinents, avec au final le risque d'une sélection moins efficace.

4.3.2 Qualité ne rime pas toujours avec quantité

Ce souci se retrouve dans une objection souvent formulée quant à la diminution de l'univers d'investissement donc de diversification. En effet selon la théorie financière classique (Modern Portfolio Theory), l'introduction de biais nuit à la performance.

S'appuyant sur la théorie moderne du portefeuille, de nombreux économistes affirment la nécessaire moins bonne performance de l'ISR du fait du principe même de sélection dans l'ISR exclut un certain nombre d'entreprises qui ne répondent pas aux critères définis et réduit ainsi son univers d'investissement.

Ainsi l'ISR est-il pour certains un mode d'investissement déconnecté d'une analyse financière pertinente et se réduirait donc à un choix plutôt subjectif de titres. Le caractère aléatoire de cet investissement en diminuerait donc inévitablement la performance ajustée au risque¹³. Puisqu'il contient moins de titres que le portefeuille de marché, le portefeuille ISR est moins diversifié et se trouve donc exposé à des rendements plus faibles pour un risque donné, soit un abaissement de la frontière efficiente¹⁴.

¹⁰ Barnett M., Salomon R.M., « Don't get stuck in the Middle : A curvilinear Bridge Spanning the Great SRI Divide », Working Paper, New York University, Stern School of business, 2002

Barnett M., Salomon R.M., "Beyond Dichotomy : the Curvilinear Relationship between social responsibility and financial performance", Strategic Management Journal No27, 2005

¹¹ Alcool, tabac, jeux de hasard, armes, test sur animaux, environnement, droits humains, ressources humaines, non discrimination au travail, relations communautaires, investissements collectivités

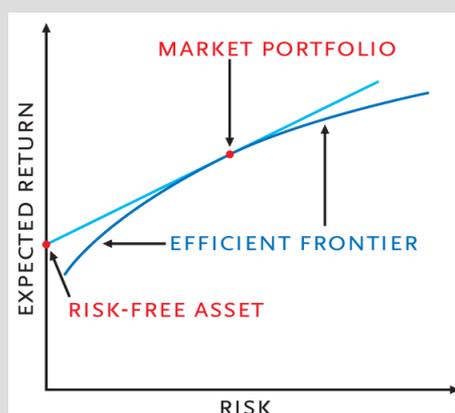
¹² Cette conclusion s'est trouvée confirmée par l'étude de Burlacu, Girerd-Potin, Dupré « Y-A-t'il un sacrifice à être éthique ? une étude de performance des fonds socialement responsables américains » Université de Grenoble, mars 2003.

¹³ Voir Geczy C., Stambaugh R., Levin D. "Investing in Socially Responsible Mutual Funds" Journal of Financial Economics (winter 2007)

¹⁴ D'Antonio, Johnsen, and Hutton « Expanding Socially Screened Portfolios : An attribution Analysis of Bond Performance » The Journal of Investing, Winter1997 : ont observé contre toute attente que de 1990 à 1997 la frontière efficiente de l'ISR a été supérieure à la frontière non contrainte pour toute stratégies d'allocations d'actifs. Il n'est cependant pas évident que la frontière ISR serait encore prépondérante pour des rendements corrigés du risque (modèle APT par exemple).

CAPM

Le modèle introduit par Markowitz (Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers -MEDAF- ou -CAPM- en anglais) vers la fin des années 1950 postule l'information parfaite des participants au marché, qui disposent tous des mêmes données sur les titres (rentabilité, risque associé, corrélation avec les autres titres). Ces derniers cherchent à optimiser leur niveau de rentabilité tout en minimisant le risque associé à leur portefeuille. Le modèle pousse donc à minimiser la variance du portefeuille, ce que chaque investisseur réalise du mieux qu'il peut en diversifiant au maximum son portefeuille, puisque la multiplication des titres dans lesquels il investit réduira le risque du portefeuille (ainsi, un portefeuille contenant deux titres ayant la même volatilité aura une volatilité inférieure à la somme des volatilités de ses deux composantes).

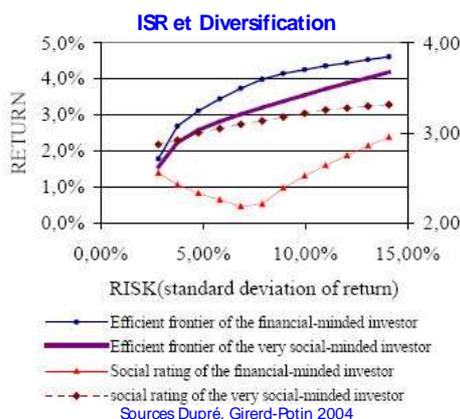


Ce faisant, chaque participant au marché finira par éliminer le risque intrinsèque de chaque activité en investissant par des proportions identiques dans un « portefeuille de marché ». Ce portefeuille contient tous les titres disponibles en proportion de leur capitalisation : il est donc caractérisé par un risque minimal, le « risque de marché ». Pour chaque rendement, il existe un portefeuille qui minimise le risque. À l'inverse, pour chaque niveau de risque, on peut trouver un portefeuille maximisant le rendement attendu. L'ensemble de ces portefeuilles est appelé frontière efficiente.

Dès lors, tout investisseur devrait, pour rester rationnel, diversifier dans la mesure du possible son portefeuille.

Capm

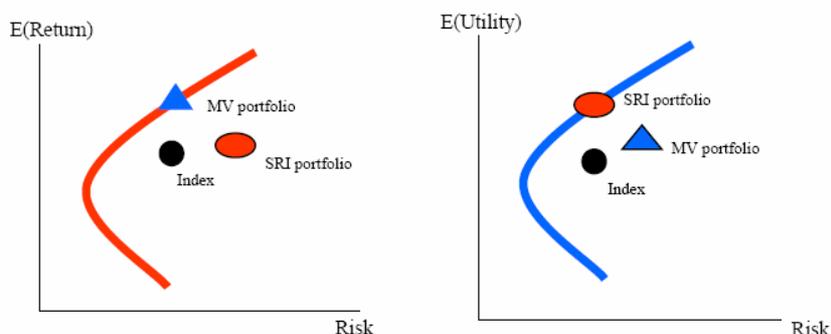
Dans cette veine les travaux de Dupré, Girerd-Potin¹⁵ apportent une tentative de modélisation de l'approche ISR, les auteurs en extraient la frontière efficiente d'un investisseur responsable, certes inférieure à celle de l'investisseur purement financier mais néanmoins attrayante.



¹⁵ Dupré D, Girerd-Potin I « Investissements socialement responsable et théorie du choix de portefeuille » journée internationale de l'AFFI, Strasbourg juin 2002.

Utilisant les notations de l'ARESE sur la responsabilité sociale des entreprises pour 173 sociétés européennes pour la période 1999-2004, les auteurs ont déterminé les frontières efficaces des portefeuilles avec et sans approche sociale. Comme escompté, la prise en compte des critères ESG déplace la frontière efficace vers le bas (rendements plus faibles) et vers la droite (plus de risques). Cependant, cela ne signifie pas que l'ISR est à rejeter, cette étude souligne simplement que la maximisation de l'utilité (et non simplement la maximisation des rentabilités financières) est la raison et l'explication de l'intérêt croissant pour l'ISR.

Ou une autre façon d'exprimer cette approche théorique :



En faisant l'hypothèse qu'il n'y a pas de différence de rentabilité entre le portefeuille ISR et le benchmark, à savoir que la fonction d'utilité de l'investisseur ISR inclut à la fois la rentabilité financière et sa satisfaction de comportement responsable. Dans le premier cas si l'investisseur a une approche rentabilité pure, il y aura un coût à prendre en compte les critères ESG ; au contraire, dans le second cas, si l'investisseur a une approche sociale, ne pas les considérer sera pénalisant.¹⁶

Les partisans de l'ISR acceptent l'argument de la moindre diversification mais objectent que c'est l'essence même de l'ISR que d'exclure les valeurs irresponsables et que, malgré tout, cette sélection de l'univers d'investissement dérivent des plus values qui plus que compensent la perte d'efficience due à un univers réduit. De plus, les sociétés exclues pour des raisons éthiques, se verront sanctionnées à plus ou moins long terme.

Enfin, une troisième voie se dessine qui veut qu'en conditions normales il ne devrait finalement pas apparaître des différences significatives dans les performances à long terme entre une gestion ISR diversifiée et celle d'une gestion classique à gestion comparable. D'une part, la réduction de l'univers n'est pas si significative et d'autre part, l'utilisation de certains critères ESG peut contribuer à réduire le risque systématique. Il en résulterait alors aucun dilemme entre éthique et rendement ; c'est une approche légitime qui devrait amener une performance des investissements à égalité avec celle des méthodes n'appliquant pas formellement une stratégie ISR.

¹⁶ Anne-Marie Anderson, David Meyers, « Performance and Predictability of Social Screens » Lehigh University, 26.06.2007. L'étude sur 40 fonds conclue à l'absence de coût pour une approche ISR. (<http://www.fma.org/Orlando/Papers/sripaperjan07.pdf>)

4.4 Les études de performances



Depuis plus d'une décennie les recherches se sont multipliées dans ce domaine et il existe des centaines d'études universitaires qui ont cherché à dégager la performance de l'ISR. (*Revue des études de performances*¹⁷) S'il est difficile d'en tirer des conclusions définitives, les résultats de ces études étant soumis à des critères différents, tout comme d'ailleurs la multitude de facteurs affectant la performance, nous vous proposons néanmoins de faire une revue (non exhaustive) de la littérature antérieure, et nous mettrons en évidence les plus significatives à notre sens¹⁸.

4.4.1 Paramètres et méthodes

Traditionnellement une évaluation de la performance de l'ISR met en rapport soit :

- Des indices ISR avec des indices traditionnels
- Un / des fonds ISR avec un fonds/indice traditionnel
- Un portefeuille virtuel avec les sociétés créditées d'une évaluation ESG supérieure avec un portefeuille virtuelle construit de sociétés d'un niveau ESG les moins bien cotées
- Les performances financières des sociétés avec un niveau élevé de RSE et celles ayant un niveau faible ou inexistant.

Les résultats sont soutenus par l'utilisation de diverses méthodes et de données sur différents pays et sur différentes périodes. Les études se distinguent par deux types d'approches.

Une première série de travaux se limite à **une approche comparative de rentabilité**. Il s'agit alors de trouver un échantillon de fonds conventionnels qui réduit au maximum les biais introduits par les caractéristiques propres à chaque fonds. Les critères les plus souvent utilisés sont l'univers d'investissement, la taille du fonds ou son âge.

Une seconde série utilise **des analyses de régression de performance** dans un cadre d'espérance – variance sur un ou plusieurs facteurs susceptibles d'influencer les composantes des performances de l'ISR. La mesure traditionnelle est celle de l'alpha de Jensen et le benchmark choisi est souvent un indice boursier conventionnel.

4.4.2 Comparaison d'indices : pour le meilleur ou le pire

Avant d'analyser plus en détail les performances des indices éthiques choisis, il est important de souligner les sources d'erreur qui font inévitablement partie de toute étude statistique. Ainsi, l'analyse de la performance des indices éthiques est un travail complexe et source de nombreux biais qui peuvent fortement influencer les résultats.

La première source d'erreurs provient de la construction même des indices. Erwan Le Saout¹⁹ souligne en effet que les différentes méthodes de pondération évoquées plus haut influencent fatalement le calcul de l'indice. Sur une base de 1000 à la date de référence, il montre qu'un même indice peut varier entre 963,93 et 984,00 à une date ultérieure selon la méthode de pondération choisie.

Une deuxième source d'erreur est à chercher dans la taille des indices étudiés. En effet, la taille d'un échantillon influence fortement sa variance : plus on compte de titres dans cet échantillon, plus son risque se rapproche de celui du marché.

¹⁷ Voir annexe tableaux récapitulatifs des études et méthodologies

¹⁸ Une étude de l'UNEP.FI (initiative finance du programme des Nations-Unies), en collaboration avec le cabinet Mercer, est sortie, en octobre 2007. *Demystifying Responsible Investment Performance* a passé en revue vingt travaux de recherche académique

¹⁹ 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

Enfin, on ne peut nier la faiblesse des séries historiques des indices ISR et le manque de recul encore face à ce type d'investissement. Pour ces raisons, plusieurs chercheurs considèrent l'étude des performances des indices éthiques comme faussée par rapport à celle des performances des fonds.

Il nous semble pourtant intéressant d'avoir une première approximation de ces performances par l'utilisation des indices. En outre, de telles études permettent d'analyser les performances pures des actions, ce qui n'est pas le cas des performances des fonds : ceux-ci diffèrent en effet des performances des actions elles-mêmes par l'introduction de coûts propres aux fonds et qui peuvent fortement varier d'un fonds à l'autre comme le style et les compétences du gérant.

Une des méthodes consiste à mettre en rapport un indice traditionnel avec celui ISR. Pour le marché américain, le S&P 500 vs Domini 400, dénote une légère surperformance en faveur de l'ISR. Nous pouvons observer ce phénomène aussi à la hausse pour la période 2003-2006.



Index Total Returns As of 11/30/08								
	November 2008	Last Qtr	YTD	One Year*	Three Year*	Five Year*	Ten Year*	Since 5/1/90 Inception*
DS400	-7.78%	-4.96%	-35.44%	-36.29%	-9.03%	-2.11%	-1.14%	8.42%
S&P 500	-7.18%	-8.37%	-37.86%	-38.09%	-8.67%	-1.39%	-0.93%	7.75%

* Annualized Returns

Néanmoins, il peut y avoir de fortes divergences, positives ou négatives, sur des périodes plus courtes. Comme le relèvent Statman et Klimbeck²⁰ qui soulignent que les indices ISR ont surperformé le S&P500 durant le bulle TMT de la fin des années 1990, et qu'ils sous-performaient durant la phase corrective du début 2000.



²⁰ Statman et Klimbeck : « Socially Responsible Indexes : Composition, Performance and Tracking Error » Journal of Portfolio Management, Spring 2006

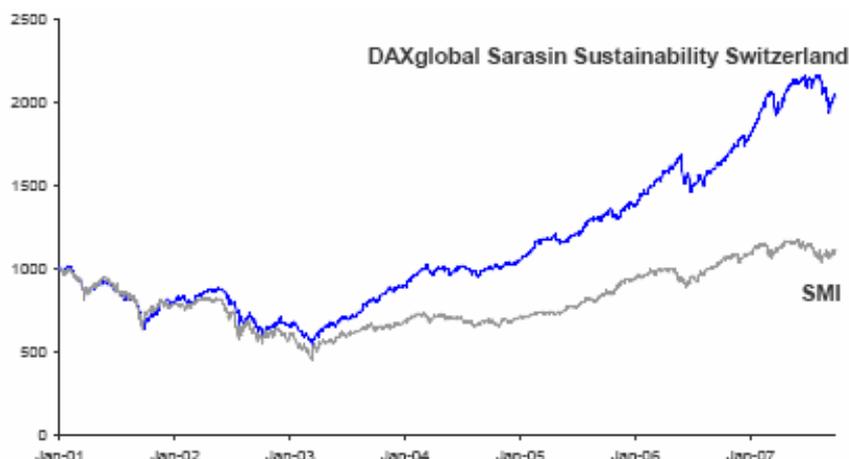
Les écarts de rendement à court et moyen terme sont généralement dus à plusieurs différences systématiques dans les caractéristiques du risque, les principales étant les biais des valeurs de croissance et de petites capitalisations. De ce fait, les portefeuilles durables présentent un risque relatif plus élevé, quoiqu'ils comportent un risque absolu quasiment identique. C'est ce risque relatif que les investisseurs doivent comparer avec la plus-value sociale qu'offre le placement durable.

DiBartolomeo et Kurtz²¹ ont à leur tour tenté de cerner les facteurs perturbateurs. A l'aide d'une analyse factorielle portant sur la période mai 1990 à janvier 1999 pour les indices S&P500 et le Domini Social Index (DSI), ils ont mis en évidence que la surperformance de l'indice DSI par rapport au S&P500 était due à la plus forte sensibilité de l'indice DSI aux mouvements de marché (volatilité), sa composition était plus exposée à des entreprises sur performantes et favorisait les valeurs de croissance dans une période où elles étaient en vogue ! Ils ont modifié le DSI afin d'avoir les mêmes caractéristiques de risque que le S&P500, et ils en ont conclu que les différences de performances des deux portefeuilles n'étaient pas statistiquement significatives.

C'est aussi ce qu'a relevé LeSaout²², les différences de performance ne relèvent pas d'un biais méthodologique et après reconstruction corrigée des indices, il conclut à la persistance de l'absence de différence significative. Il en ressort que la contrainte sociale affecte moins la performance que le secteur d'activité.

Enfin il faut relever aussi que la bonne performance des indices éthiques s'expliquerait aussi par les flux financiers qui se déplaceraient des entreprises non éthiques vers les entreprises éthiques. Ce serait donc avant tout un effet de liquidité. Cette hypothèse est à prendre en considération notamment par le fait que le montant des encours a continué sa progression au cours du début des années 2000 qui se sont caractérisées par une baisse des marchés financiers. Les flux de liquidité vers les sociétés responsables auraient permis d'atténuer leur baisse.

A titre complémentaire, nous présentons les mouvements du tout nouvel indice DAXglobal® Sarasin Sustainability Switzerland (Price) Index en CHF par rapport au SMI. Depuis 2001 jusqu'à octobre 2007 l'indice durable a surperformé le SMI de 92 % pour une rentabilité totale de 192 % dans cette simulation.

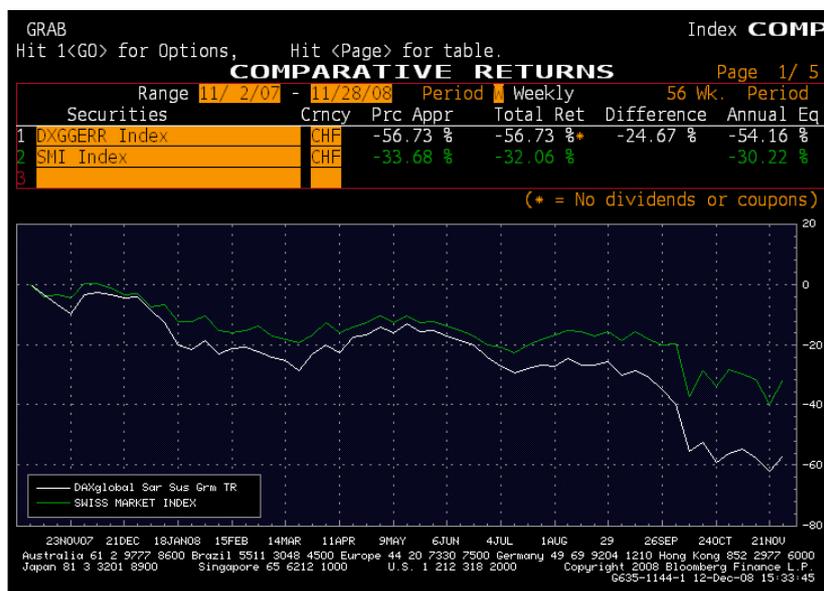


En revanche, depuis octobre 07 (base 100) et pour la phase de baisse de marché nous pouvons clairement identifier un accroissement de la différence de performance sur les périodes de fortes corrections en défaveur de l'indice ISR (courbe Blanche).

²¹ DiBartolomeo, D. et Lloyd Kurtz, "Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios", Northfield Information Services, 1999.

²² Erwan LeSaout, LeMaux Julien, "La performance des indices ISR" The Quarterly Journal of Finance 18, 2004 et "indice, mon bel indice", Banque et Marché 74, janv-fev 2005

Cette observation empirique tendrait à confirmer les conclusions précédentes. Avec, d'une part la probable forte proportion de valeurs de croissance (volatiles) et d'autre part, leur représentation plus élevée dans des fonds qui ont cherché à profiter de la « vague verte » et dont les besoins en liquidités, dans cette période extraordinaire, ont été forcés à vendre ces positions.



4.4.3 Comparaison de fonds

Après avoir analysé les performances des indices ISR, il convient de se pencher sur celles des fonds ISR. Certes, l'ambiguïté même de la définition d'un fonds ISR, la variété des critères de sélection que chaque fonds adopte ainsi que les différences entre les structures de coût de ces fonds rendent particulièrement délicate l'analyse de telles performances. Souvent cette opacité est source de critiques pour les fonds ISR et nous pouvons regretter, avec d'autres, la mise sur le marché de produits qui sont de véritables « boîtes noires » quant à leur construction, quels critères sont appliqués et pour quelles proportions, ou encore tout simplement quel style de gestion adopte le gérant (respecte-t-il lui-même une approche responsable?)

Néanmoins, on ne peut laisser de côté cette approche des fonds si l'on veut avoir une vision complète des performances de l'ISR. Pour ce faire les résultats des fonds ISR seront comparés à d'autres fonds traditionnels comparables, ou indices, servant de benchmark.

Globalement, les études sont multiples, elles tendent toutes, à deux exceptions près²³, à conclure que les différences, en faveur de l'une ou l'autre approche, sont statistiquement non significatives.

Dans ce cadre, relevons l'étude de Michael Schröder²⁴ portant sur 30 fonds mutual US et 16 fonds suisses et allemands. Il utilise le modèle à 2 facteurs avec un indice de *bluechips* et un indice de petites valeurs comme *benchmark*. Il en dérive que les fonds ISR ne sous performent pas significativement le *benchmark* constitué de grandes et petites capitalisations. En affinant son analyse, l'auteur souligne le biais des petites valeurs de croissance (sur exposition) pour les fonds ISR, en particulier allemands et suisses. Plus surprenant, l'exposition moyenne aux secteurs des services non cycliques et des biens de consommation –alimentation, boissons, santé et telecom- est relativement élevée dans tous les fonds ISR. Les fonds suisses et allemands ont en outre une exposition élevée en « utilities » alors que les fonds US sont plus biaisés vers les secteurs financiers et technologiques.

²³ Girard E., Stone B., Rahman H., "Socially Responsible Investment : Goody-two-shoes or Bad to the Bone" Journal of Investing, Volume 16, No 1 (spring 2007) et Geczy C., Stambaugh R., Levin D. "Investing in Socially Responsible Mutual Funds" Journal of Financial Economics (winter 2005)

²⁴ Schroder, M., "The performance of socially responsible investments: investment funds and indices" Financial Markets and Portfolio Management 18(2), 2004,

D'un point de vue de style, dans son étude Schröder a également extrait la capacité de *market timing* des gérants de fonds ISR. Le résultat du test statistique du coefficient de timing dénote que seuls 5 fonds sur les 46 ont une capacité positive de timing, alors que 7 ont opté pour la mauvaise direction.

L'étude de Bauer, Koedijk et Otten²⁵ est probablement la plus aboutie. Ils utilisent les trois facteurs du modèle de Fama-French (la rentabilité du portefeuille de marché, la taille de la société et le rapport valeur comptable des fonds propres / valeur boursière des fonds propres) et un quatrième facteur²⁶ qui capture l'influence du moment. Dans cet article les auteurs obtiennent des résultats contradictoires. Ceux-ci varient en effet selon les pays et selon les types d'investissements analysés – entre indices et les fonds ISR-. Ils confirment que la performance des fonds ISR n'est pas en ligne avec les indices ISR, en particulier à cause de biais d'une sur représentation des valeurs de grandes capitalisations et de croissance. Les fonds US sont plus biaisés vers les grandes capitalisations alors que les fonds européens le sont plus vers les petites valeurs (croissance). Ils concluent leur étude en soulignant qu'il n'y a pas de preuves significatives démontrant une sur ou sous performance des fonds ISR par rapport aux fonds non-ISR.

En complément Bauer et al.²⁷ ont observé que les fonds éthiques en Allemagne comme aux USA sont passés par une période d'apprentissage : après une sous-performance significative dans le début des années 1990, la rentabilité des fonds ISR observés ont évolué en phase avec la performance des fonds traditionnels pour la période 1998-2001. De plus les fonds plus anciens (lancés avant 1997) ont surperformé les plus récents (émis depuis 1998). Il est intéressant de souligner qu'alors que les fonds ISR plus anciens s'écartent significativement dans leur exposition (sélection) tant au risque de marché, que dans les paramètres de grandeur ou de ratio valeur comptable /valeur de marché (book-to-market), les fonds plus récents dévient moins fortement avec des styles d'investissement toutefois moins marqués.

A cet égard, nous serions tentés d'ajouter qu'intuitivement cette convergence de performance est également attribuable à l'adaptation des entreprises à la demande de plus en plus pressante de l'investisseurs ISR qui réduit, au fil du temps, le différentiel entre le taux de rentabilité des titres éthiques des titres non-éthiques, impliquant une érosion du coût de l'éthique.

Ainsi les sociétés qui gèrent au mieux leurs enjeux socio-environnementaux limitent les risques de conflits sociaux ou encore industriels susceptibles de nuire notamment à leur image, donc à terme de surperformer leurs concurrents. Les entreprises n'adoptant pas un comportement socialement responsable sont soumises au risque plus élevé de faillite et de retrait des capitaux par les investisseurs. La sélection des titres doit donc permettre de générer de la valeur ajoutée, comme nous le verrons par la suite avec la RSE)

A terme, il se pourrait qu'il se produise un rapprochement, voire une égalisation de valeurs et des espérances de rentabilité des deux catégories d'entreprises, et à aboutir à un équilibre de marché²⁸.

Cette remarque rejoint les observations de French²⁹ qui met en relief que la rentabilité des fonds « éthiques » est en ligne avec celle des fonds traditionnels. Selon l'auteur, de tels résultats devraient favoriser le respect des critères ESG puisqu'un tel engagement n'augmenterait pas le coût du capital³⁰.

Geczy, Stambaugh R., Levin D.³¹ pour leur part mettent en évidence des différences importantes dans les caractéristiques de base et l'exposition au risque entre fonds ISR et non ISR. Les auteurs soulignent que le coût de l'éthique dépend de la part du total de leur portefeuille allouée à l'ISR, de

²⁵ Bauer R., Koedijk K. and Otten R, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", *LIFE Working Paper N°02.59*, University of Maastricht, March 2002

²⁶ Introduit par Cahart M « On persistence in Mutual Fund Performance » *Journal of Finance*, No 52, 1997.

²⁷ Bauer, R., K. Koedijk and R. Otten, "International evidence on ethical mutual fund Performance and Investment Style", *Journal of Banking and Finance* 29, 2005,

²⁸ Il y a peu de modélisation théorique de l'ISR, une tentative est donnée par Girerd-Potin I., Louvet P., Dupré D., et Jimenez S., « Notation éthique et performance financière : une modélisation » Actes du 3è colloque international, Montréal, Juin 2004 et « les investisseurs paient pour l'éthique. » dans *Banque et Marchés* No 84, Sept 2006 ; voir aussi Beltratti A. « Socially Responsible Investment in General Equilibrium » *Nota di lavoro* 93, 2003.

²⁹ French H. « Socially Responsible Investing Surge » *Working Paper*, Worldwatch Institute, 2001.

³⁰ Voir Dupré, Girerd-Potin Jimenez, Louvet op.cit.

³¹ Geczy C., Stambaugh R., Levin D. "Investing in Socially Responsible Mutual Funds" *Journal of Financial Economics* (winter 2005)

même que leur a priori sur les capacités du gérant et le modèle d'évaluation des actifs. Ainsi, le coût reste négligeable si l'investisseur adhère au CAPM et rejette complètement les capacités de gestion ou si l'allocation en ISR est petite. En revanche lorsque l'investisseur se retourne vers un modèle multi facteurs (Fama-French, Carhart) ou s'il se repose sur les compétences du gérant, le coût de l'ISR peut-être sensiblement élevé. Ce coût sera particulièrement élevé pour l'investisseur qui cherchera à allouer tout son portefeuille en ISR, il devient déjà substantiel s'il n'alloue qu'un tiers de son portefeuille à l'ISR.

Ils ont également cherché à extraire les performances relatives et à les rendre comparable avec les études précédentes. Leur conclusion est identique aux recherches précédentes, les fonds ISR ne performant ni mieux ni moins bien que les fonds non ISR. Ils constatent le même biais vers les valeurs de petites capitalisations.

Nous retrouvons ce souci de décomposition des caractéristiques et des frais dans la récente étude de Eric Girard; Hamid Rahman; Brett Stone³², sur la période 1984-2003, ils ont évalué un échantillon de 117 fonds mutuels ISR aux Etats-Unis. Ils concluent que ces fonds ont une moins bonne diversification et une moins bonne gestion tant en termes de sélectivité que de *market timing*. Ils relèvent que la taille des fonds n'a pas d'impact significatif sur la performance. Ils concluent sans surprise que, évalué selon la théorie moderne du portefeuille, l'ISR a un coût sous la forme d'une rentabilité/risque plus faible, et que ce coût peut être considéré comme la contribution à l'utilité de l'investisseur dans sa quête de l'ISR. En revanche, ils soulignent que les fonds ISR dégagent un coût associé à des compétences moins bonnes de gestion, injustifiable quelque soit la cause.

4.4.4 Comparaison de portefeuilles : une prime à l'éco-efficience ?

Une troisième approche possible consiste à comparer des portefeuilles composés de compagnies à haute densité de responsabilité sociétale -l'éco-efficience- (sur la base d'évaluation d'agence) à ceux composés de sociétés à faible densité.

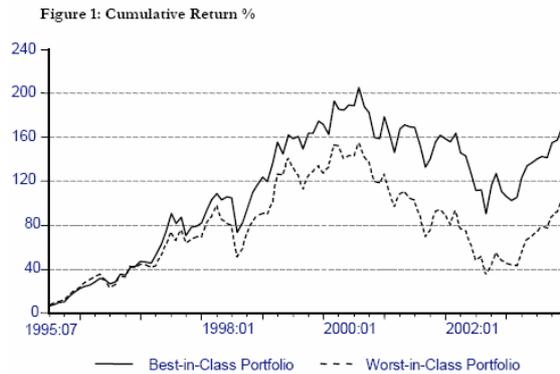
La comparaison de portefeuilles a permis de nouvelles avancées dans l'appréhension de la performance de l'ISR. Pionnière, l'étude de Derwall, Guenster, Bauer et Koedijk³³ a ouvert le chemin de l'éco-efficience. Ces chercheurs ont classé les entreprises de 12 secteurs selon un ensemble de critères établis par la base de données Innovest permettant de mesurer l'efficience économique d'une entreprise, c'est-à-dire le ratio entre ce que l'entreprise apporte à l'ensemble de la société (ses produits par exemple) et ce qu'elle détruit dans son processus de production (matières premières, environnement).

Par l'application systématique d'une méthode de régression d'un modèle multi-facteurs, leur étude montre que le portefeuille créé à partir des meilleures entreprises de 12 secteurs industriels surperforme de 3% en moyenne sur la période un portefeuille constitué des plus mauvaises. En y ajoutant les coûts de transaction cette avance est encore plus forte (3.83%). Les auteurs concluent qu'« un portefeuille construit en sélectionnant les titres *best in class* sur la base de considérations environnementales peut apporter une réelle surperformance ».

De même, l'approche « best in class » renforce cette tendance : en privilégiant les entreprises les plus performantes d'un secteur selon des critères environnementaux et sociaux, il y a empiriquement de plus fortes chances de choisir celles qui ont aussi de meilleures performances financières.

³² Eric Girard; Hamid Rahman; Brett Stone "Socially Responsible Investments: Goody-Two-Shoes or Bad to the Bone?" THE JOURNAL OF INVESTING, Spring 2007

³³ Derwall, Guenster, Bauer et Koedijk "The Eco-Efficiency Premium Puzzle", Financial Analyst Journal, Volume 61, No2, March April 2005



Ces résultats font intuitivement sens. Les entreprises innovantes ou pionnières en matière ESG sont aussi souvent soit à forte croissance soit gérées de manière plus pérenne. Ceci permettrait d'énoncer une caractéristique structurelle qui explique les meilleures performances de l'ISR : l'approche environnementale et sociale revient souvent à se positionner sur des secteurs novateurs, porteurs d'idées différentes sur l'économie... et donc plus profitable à terme.

Plus étonnant et dérangent, ils ont mis en évidence que la surperformance des portefeuilles à haute densité sociétale ne pouvaient pas être expliquée par un ajustement au risque de marché, le style d'investissement ou encore l'activité sectorielle. Ce constat, à l'encontre de la théorie moderne du portefeuille, a soulevé la question sur la possible mauvaise évaluation de prix des sociétés à haute densité environnementale par le marché.

En effet, modèle d'équilibre suggère que la différence qui existe sera intégrée à plus ou moins court terme dans le prix. Il semblerait alors improbable qu'il existe un facteur pouvant dériver une prime de rentabilité permanente, même s'il devient un risque important. Finalement, l'évaluation de l'entreprise resterait alors, malgré tout, le paramètre clé pour l'investisseur dès lors que la gestion responsable et l'efficacité environnementale sont totalement escomptées par le marché.

Pourtant, des recherches plus récentes ont apporté des compléments³⁴, arguant que la prime d'écocoefficiency n'existait pas à l'origine, mais qu'elle s'est développée et accrue au fil du temps. De là à dire que les facteurs environnementaux ont un effet de plus en plus prépondérants sur la performance de l'entreprise et que le risque environnemental augmente relativement au risque global reste encore à être démontré. Des recherches spécifiques et sur des séries plus longues seront sans doute nécessaires.

4.4.5 La durabilité contribue à la performance sous certaines conditions

Dans ce cadre, il vaut la peine de mentionner la récente étude de la banque Sarasin en collaboration avec l'institut ZEW³⁵ reprenant une analyse de portefeuille dans un univers défini par l'utilisation des filtres ESG internes (Sarasin) regroupant des valeurs européennes (281) et américaines (175) sur la période 1997-2006.³⁶

L'analyse de portefeuille conduite par le ZEW confirme, globalement, l'impact positif de la prise en compte de la durabilité sur la rentabilité financière, soit une surperformance moyenne de +0.6% pour la zone USA et +0.4% pour la zone Europe. Cependant, cet effet était plus important au début de la période (1997-2002). Durant la période 2002-2006 l'impact positif n'a pas été significatif bien qu'il se soit accentué sur la fin.

³⁴ Guenster, Derwall, Bauer, Koedijk "The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency", Limberg Institute of Financial Economics, Working Paper 05-09, July 2005

³⁵ Sarasin Sustainability Report "Sustainability and Share Performance – A long Running Debate Revisited-" Dr Eckard Plinke, Banque Sarasin, Bâle, Novembre 2008.

³⁶ (Cette analyse est elle-même mise en parallèle avec une étude d'analyse quantitative sur les mêmes bases afin d'extraire le degré de corrélation entre respect des critères ESG (prédéfinis) et la performance financière du titre.)

Ce constat nous permet de compléter notre précédente remarque comme quoi non seulement il y a une certaine dilution de la prime de l'éco-efficience mais aussi que la sensibilité sectorielle (par exemple pour le début de période sous revue avec la bulle TMT des secteurs informatiques et des télécommunications tandis que les secteurs énergétiques et industriels sont délaissés) des portefeuilles ISR joue un rôle. Cette influence structurelle contribuerait à expliquer partiellement (nous avons toujours affaire à des simulations) les meilleures performances des portefeuilles ISR, donc aussi qu'ils sont sujets à l'évolution des paramètres conjoncturels. En appliquant des filtres sectoriels, la sélection des valeurs peut alors être biaisée par une sur ou sous pondération de certains secteurs influençant à son tour son impact sur la rentabilité du portefeuille. Comme le souligne l'étude Sarasin « l'effet positif du filtrage sectoriel peut être attribuable à d'autres facteurs qui n'ont rien à voir avec la durabilité ».

Enfin il est intéressant de noter quelle souligne que la plus forte performance sur la part USA pourrait s'expliquer par une prise de conscience plus tardive de la durabilité aux USA qu'en Europe et qu'un effet de retard (prime) soit enregistré dans l'évaluation (équilibre du prix) qui aurait déjà été réalisée en Europe.

4.4.6 La capture de l'alpha vert

Si l'avantage éco-efficient ou déséquilibre existe, il doit alors être possible de l'extraire et de l'incorporer dans les stratégies d'investissement. C'est l'objet de la recherche de Kempf A. et Osthoff P.³⁷ qui ont voulu déterminer si une stratégie de trading dans les valeurs respectant l'approche ISR était susceptible d'apporter une rentabilité anormale. Pour une période allant de 1992 à 2004 (c'est aussi en cela que l'étude est intéressante car elle porte sur une longue période), les deux chercheurs ont appliqué une stratégie d'achat sur les titres à coefficient ISR fort et de ventes des valeurs à faible coefficient ISR entrant dans la composition des indices S+P 500 et du DS 400. Dans leurs analyses ils recourent au modèle de Carhart pour l'évaluation de performance.

Ils en ont conclu que :

- Les investisseurs peuvent enregistrer des rendements anormalement élevés ont appliquant simplement cette stratégie « long-short ».
- Ce résultat s'obtient aussi bien par l'utilisation des filtres positifs ESG sur les titres que par l'approche « best in class ». En revanche, l'approche de filtres négatifs (exclusion), n'apporte pas un résultat favorable.
- Typiquement, l'approche « best in class » dérive les alphas les plus élevés (jusqu'à 8.7% par année).
- Cette dernière fonctionne d'autant mieux lorsque les investisseurs recours à une combinaison de filtres ESG en même temps et qu'ils se limitent aux valeurs à haut coefficient ISR.
- Les alphas demeurent significatifs même après avoir pris en compte les coûts (raisonnables) de transaction.

³⁷ Kempf A., Osthoff P., « The effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance », European Financial Management, Vol 13, No 5, Nov 2007

Alphas of the Long-Short Strategy for Equally-Weighted Portfolios

	Negative	Positive	Best-in-Class
Negative	-0.76		
Community		5.62***	3.41**
Diversity		1.22	2.01
Employee Rel.		3.07*	2.22
Environment		1.92	0.55
Human Rights		0.25	0.58
Product		1.42	0.71
Combination 1		6.07***	3.49**
Combination 2		6.70***	6.20***

Notes: This table summarizes for each screen the annualized abnormal return using the Carhart four-factor model for a long-short portfolio and the different screening policies. The long-short portfolio is a trading strategy going long in a high-rated and short in a low-rated portfolio. The high-rated portfolio based on the negative screen consists of all companies except the companies involved in controversial business areas. The low-rated portfolio based on the negative screen consists of the companies involved in controversial business areas. The high-rated (low-rated) portfolio based on the positive screens or on combinations of screens consists of the 10% of all stocks with the highest (lowest) rating. The portfolios are equally-weighted. The observation period spans the time from 1992 to 2004. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% level.

Globalement, les auteurs soulignent que les notations ESG apportent une valeur ajoutée pour l'investisseur. Une simple stratégie de trading recourant à ces informations disponibles apporte des rentabilités anormalement élevées.

Ils laissent en suspend la question qu'ils soulèvent à la suite de ce constat : d'où proviennent ces suppléments de rentabilité ? Résultent-ils d'un déséquilibre de prix temporaire dans le marché ou viennent-ils réellement en compensation d'un facteur de risque additionnel ?

Dans cet esprit, Girerd-Potin, Louvet, Dupré et Jimenez³⁸ apportent un élément de réponse en développant un modèle d'équilibre particulièrement intéressant qui repose sur l'existence de flux financiers entre sociétés jugées éthiques et sociétés qui ne sont pas jugées ainsi. Les auteurs expliquent à partir de leur modélisation que les rentabilités positives observées relèvent d'une phase transitoire. Les rentabilités futures devraient diminuer compte tenu de l'augmentation actuelle des cours.

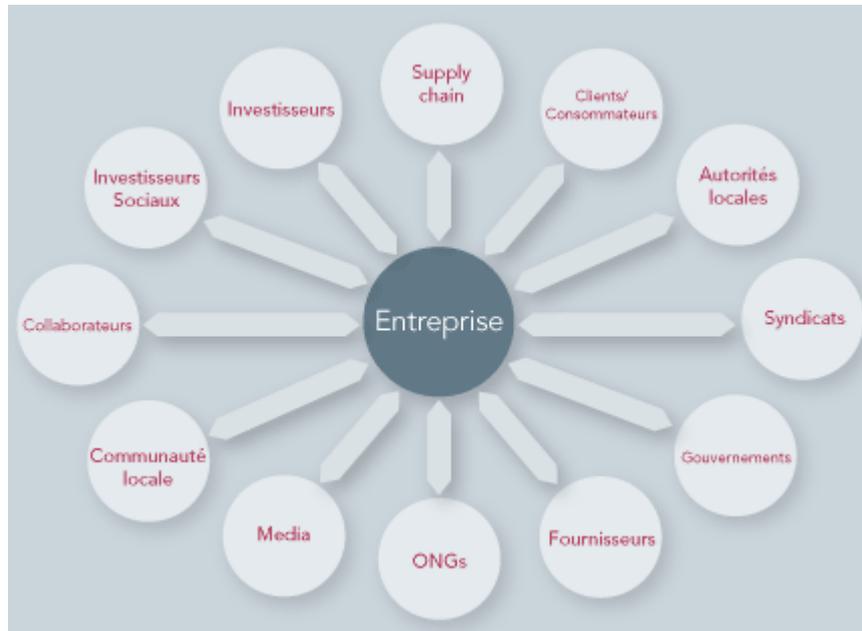
Est-ce à dire que l'éthique n'aura plus d'incidence sur l'équilibre du marché ? Nous relèverons simplement que si pour l'heure ce sont les investisseurs ISR qui semblent peser sur les conditions d'équilibre en acceptant de payer un coût de l'éthique, les entreprises qui ignoreraient aujourd'hui les attentes éthiques de la société s'exposent à un risque.

La réponse à ces interrogations pourrait bien résider, à notre avis, en amont, à savoir directement dans la responsabilité Sociétale de l'Entreprise (RSE) et à sa relation avec les parties prenantes dans ce qui pourrait devenir un cercle vertueux.

³⁸ Op cit

4.5 RSE : la dynamique d'un cercle vertueux

La responsabilité Sociétale de l'Entreprise se définit comme étant « *l'intégration volontaire des préoccupations sociales et écologiques des entreprises à leurs activités commerciales et leurs relations avec toutes leurs parties prenantes internes et externes, (actionnaires, personnels, clients, fournisseurs et partenaires, collectivités humaines...)* et ce afin de satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables et investir dans le capital humain et l'environnement » (Livre vert de la commission des Communautés Européennes – 18 juillet 2001).



Les professionnels de l'investissement semblent de plus en plus convaincus qu'une entreprise qui adopte une politique socialement responsable est plus compétitive et sera plus à même de délivrer de bonnes performances sur le long terme à ses actionnaires. Ainsi, l'investisseur socialement responsable ne se contente plus de promouvoir des politiques protectrices de l'environnement et des salariés mais assure aussi la richesse à long terme de tous les partenaires financiers de l'entreprise. Elle met l'accent sur les aspects intangibles d'une activité, souvent négligés mais qui peuvent être cruciaux pour son développement futur. Elle permet donc d'affiner l'estimation du risque global d'une entité.

Les sceptiques bien sûr doute de l'effet de l'incorporation de ces critères sur la valeur réelle de l'entreprise et, même si c'était le cas, il n'y a pas de translation dans une rentabilité accrue. Au mieux, selon les opposants il n'y a pas d'avantage pour une entreprise à respecter cette approche qui n'implique que des coûts supplémentaires et détourne le management de son objectif de maximisation des profits.

Inutile de préciser que les recherches dans ce domaine sont multiples également. A cet égard, M. Orlitzky, F. L. Schmidt et S. L. Rynes³⁹ ont publié en décembre 2004 une intéressante étude, méta-analyse, faisant la synthèse de la littérature jusqu'alors publiée à ce sujet. Ils ont rassemblé les données de 52 études entre 1972 et 1997 et les ont agrégées par l'utilisation d'outils statistiques complexes. Plusieurs phénomènes ressortent de leur analyse :

- il existe une relation statistiquement significative entre la performance sociale de l'entreprise et la performance financière, et ce dans tous les segments d'industrie,
- ces performances se renforcent mutuellement : l'amélioration de l'une entraîne l'amélioration de l'autre,

³⁹ M. Orlitzky, F. L. Schmidt et S. L. Rynes (Décembre 2004), « Corporate Social and Financial performance : A Meta Analysis », Social Investment Forum Fondation, Dec 2004.

- cette relation s'explique essentiellement par ces deux critères que sont l'accroissement de la compétence managériale et une meilleure réputation de l'entreprise, elle est moins pour la part environnementale.

A notre sens ces observations peuvent s'imbriquer à « l'effet information » considéré par Kurtz⁴⁰. Selon l'auteur, les sociétés qui gèrent au mieux leurs enjeux socio-environnementaux limitent les risques de conflits sociaux ou encore industriels, susceptibles de nuire notamment à leur image, et sont ainsi appelées à terme à surperformer leurs concurrents. Les entreprises n'adoptant pas un comportement socialement responsable sont soumises à un risque plus élevé de faillite et de retrait des capitaux par les investisseurs. La sélection des titres doit donc permettre de générer de la valeur ajoutée.

Ceci étant, on peut encore estimer que la stratégie engagée sur le plan de l'environnement et du social par l'entreprise peut avoir des répercussions sur la performance financière de l'entreprise ne serait-ce qu'à court terme. A cet effet, I. Ducassy et K. Jeannicot⁴¹ qui ont dégagé l'existence d'un impact boursier de l'annonce d'un classement de reporting social sur le comportement des investisseurs avec un lien positif entre la performance sociale et la valeur de la firme. Les auteurs notent un impact positif en 2005 pour les sociétés ayant amélioré leur performance sociale et négatif en 2006 pour les entreprises qui ont régressé au classement. Cette détérioration s'explique sans doute par une déception des investisseurs alors que l'absence de résultats significatifs en 2007 pourrait traduire qu'à ce jour les investisseurs attendent un comportement sociétal désormais plus marqué.

Toujours dans la recherche d'éléments susceptibles d'appréhender la performance boursière, on peut citer l'étude de Drobetz, Schillhofer et Zimmermann⁴² réalisée sur le marché allemand qui va également dans ce sens puisque les auteurs mettent en relief un lien positif entre les pratiques de gouvernance d'entreprise et l'évaluation de la firme.

Enfin au-delà du lien entre performance financière et responsabilité sociale, nous pouvons soulever la question de l'influence de la performance sociale sous un autre angle : une bonne réputation peut-elle aider les firmes lors de crises affectant l'économie toute entière ?⁴³ Il pourrait être intéressant de voir si une bonne performance sociale peut aider les firmes socialement responsables à surmonter des périodes de crises comme celle des subprimes de la fin 2007.

Comme nous avons essayé de le dégager, ce relativement nouveau domaine de recherche en ISR est prometteur de nouvelles découvertes et confirmations qui nécessiteront des tests empiriques sur des périodes plus longues. Il est certain que cela sera un terrain fertile et passionnant pour la recherche ISR dans les années à venir.

⁴⁰ Kurtz L. "Studies in the Field of SRI Investing", Working paper sristudies.org , 2002

⁴¹ I. Ducassy et K. Jeannicot "Responsabilité Sociale et Performance financière : une étude d'événement à l'annonce d'un classement ISR ", EujroMed, Marseille Working Paper No 3, 2008

⁴² Drobetz, Schillhofer et Zimmermann, « Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany » European Financial Management, 2004

⁴³ voir à cet effet Schrietz et Epstein, « Exploring the Financial Value of a Reputation for CSR During a Crisis », Corporate reputation Review, 7, 2005

5 Conclusions

5.1 Le paradoxe de la performance ISR



Différents éléments de réponse ont donc été apportés pour justifier les résultats empiriques obtenus et démontrer l'influence positive d'une stratégie ISR ; tant sur la performance que pour une entreprise sur son cours de bourse et donc sur le coût de ses capitaux en dépit du paradigme du MEDAF.

Si une conclusion définitive n'est pas encore énonçable, les recherches effectuées permettent de souligner que la surperformance de l'ISR ne peut être expliquée ni par une différence de sensibilité par rapport au marché, ni par son style d'investissement, ni par un biais sectoriel. Il semblerait donc que ses performances soient intrinsèquement et structurellement meilleures.

En étudiant les recherches académiques sous revue nous avons pu dégager que, si elles tendent à supporter une absence de coûts à l'éthique, elles ne peuvent pas toujours conduire à écarter les biais extérieurs, sans toujours clairement les identifier et/ou les quantifier, les coûts inhérents à toute gestion financière, ISR ou non, à commencer par les codes de rentabilité interne auxquels sont soumis, in fine, les gérants. Nous pouvons citer :

- Le style de gestion
- Le timing et /ou environnement boursier
- Capitalisation
- Style de gestion
- Frais et commissions

Ces effets parasites sont encore (trop) nombreux (disparates) pour déterminer formellement la prépondérance de l'impact positif (ou non) de la durabilité sur la performance. Il faudra disposer de séries historiques plus longues et sur plusieurs cycles boursiers. Il faudra aussi que se développe un modèle théorique général incluant le facteur « durable ».

Néanmoins à la revue de la littérature disponible, il nous est possible de conclure que si l'approche ISR ne présente pas systématiquement d'avantages significatifs de performance, il n'est pas moins vrai qu'elle n'apporte pas un impact négatif sur la performance. Ce seul constat défie l'opinion répandue comme quoi l'application de critères de sélection ESG, réduisant l'univers d'investissement, impacte négativement le rapport risque/rendement d'un portefeuille ISR. Il n'y a pas de coût à investir ISR.

L'investisseur durable est un « maximiseur » d'utilité, au même titre que n'importe quel autre investisseur. Toutefois, il poursuit toute une série d'objectifs différents à l'investisseur conventionnel. Des buts financiers (rendement, risque, liquidité) certes, mais aussi d'autres, extra-financiers (avantages d'ordres sociétales, environnemental et de gouvernance d'entreprise). Dès lors, pour l'investisseur durable il n'y a pas de coût à adopter une stratégie ISR, en plus il y a un bénéfice sociétal. L'investisseur classique, lui, n'a pas de coût puisque la stratégie ISR ne grève pas les rentabilités.

Ainsi sans rien sacrifier de la recherche du résultat et de la performance, les investisseurs reconnaissent et analysent désormais leur degré de responsabilité et leur capacité d'influence. De quoi rassurer les investisseurs à qui on ne peut encore garantir la rentabilité de la responsabilité sociale, mais à performance égale l'ISR contribue à un avenir plus durable.

L'obsession du rendement financier de l'ISR relève, in fine, du paradoxe car la performance financière ne saurait être une condition suffisante au succès d'une stratégie d'investissement ISR.

Si l'ISR permet l'identification des risques et opportunités pertinents, donc qu'il peut contribuer à améliorer le rapport risque/rentabilité soit en exploitant les opportunités soit en maximisant les rendements et/ou en réduisant l'exposition au risque, sa finalité va bien au-delà. Somme toute, nous serions enclin d'affirmer qu'il n'y a pas de raisons pour l'investisseur à renoncer à l'éthique. Au contraire, même s'il n'en découle pas un gain supplémentaire, cette démarche entraîne un cercle

vertueux qui, s'il n'est pas évaluable dans la performance (externalités), a des effets positifs pour la société.

Il faut enfin reconnaître que l'univers de placement des investissements socialement responsables demeure très conventionnel, se consacrant majoritairement aux grandes sociétés cotées présentes dans la plupart des indices boursiers nationaux et internationaux. Pour promouvoir efficacement le développement durable, la finance ne doit-elle sortir davantage des sentiers battus et multiplier des formules d'investissement réellement innovantes ? Fonds de microfinance, mixed private equity, fonds thématiques axés exclusivement sur l'environnement ou financement de l'économie sociale... les possibilités sont nombreuses et les instruments variés.

Au final, la gestion ISR reste soumise, pour le meilleur comme pour le pire, aux contraintes et pressions de l'industrie financière. Ce sont là, à notre avis, les seuls et véritables coûts de l'ISR.

5.2 Vers une mutation des critères d'investissement

Ces conclusions portent à croire que l'ISR est bien plus qu'un effet de mode. Si ses performances sont économiquement et financièrement comparables à celles de l'investissement classique, un nombre croissant d'investisseurs va se laisser tenter par la considération de ces nouveaux critères. Les sociétés de gestion d'actifs financiers ont déjà compris que la prise en compte de critères sociétaux lors de la formation de leurs portefeuilles contribue à choisir des entreprises plus performantes sur le long terme, qui réduisent certains coûts, limitent les risques, renforcent leur image... et par la même occasion leurs cours de bourse.

De même, l'analyse financière ne peut aujourd'hui plus se passer de considérations sociales et environnementales dans l'étude d'une entreprise. La multiplication des sources d'informations concernant ces sujets (rapports annuels, rapports environnementaux etc.) souligne d'ailleurs un intérêt croissant de la part des investisseurs.

Les critères d'investissement ont donc connu une étonnante mutation avec l'apparition de l'ISR et de la prise en compte de perspectives sociales. Qu'on ne se méprenne pourtant pas sur les réelles motivations des investisseurs : il ne s'agit pas là d'une subite prise de conscience de l'importance de tels enjeux mais bien d'un pragmatisme affirmé. Puisque ces entreprises l'emportent sur leurs concurrents, ils ont tout intérêt à les choisir en priorité. Une attitude bien éloignée de l'idéologie fondatrice de l'ISR... La fin peut alors justifier les moyens

6 L'émergence d'un nouveau paradigme ?

Au terme de cette recherche, après avoir mis en évidence l'attrait de l'approche ISR et de sa traduction dans les canaux financiers, nous avons acquis la certitude que l'avenir dans ce domaine, au-delà de la rentabilité financière pure, tant pour les efforts de la recherche que pour l'économie et la finance, pragmatiques, réside dans le développement de deux axes :

- La responsabilité sociale de l'entreprise
- L'activisme actionnarial

6.1 L'affirmation de la RSE

Il est de plus en plus évident qu'une dominante de responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), en plus d'une bonne performance financière, contribue à développer une « cercle vertueux » où les performances financières donnent accès à des sources de capitaux pour le développement de nouvelles initiatives responsables. Nous avons à plusieurs reprises au cours de cette analyse eu l'occasion de souligner l'importance d'une intégration du développement durable dans le processus (productive, manageriale, relationnelle,...) même de l'entreprise. Notre postulat étant qu'une société qui se développe avec une forte conscience des risques inhérents aux critères ESG et qui fait tout pour les anticiper, voire les minimiser, comporte moins de risques pour l'investisseur.

Elle place l'entreprise dans une perspective temporelle à long terme qui dépasse largement le simple exercice comptable et fiscal en contrebalançant ainsi la vision trop souvent court-termiste des marchés financiers.

La démarche de développement durable dans laquelle se sont engagées, et s'engageront de plus en plus les entreprises, devrait à terme (et de moins en moins lointain au fur et à mesure que cette pratique se répand) avoir des effets bénéfiques sur l'environnement, sur les relations et les comportements humains et économiques ainsi que sur la valorisation de l'entreprise.

6.2 2008 : un tournant pour l'ISR (et pour la finance)

Nous devrions assister à un double phénomène. Tout d'abord, la gestion traditionnelle est appelée à tenir compte de plus en plus de la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des émetteurs. Elle sera également amenée à exercer plus systématiquement ses droits de vote. L'adoption par certains investisseurs institutionnels des PRI de l'ONU va dans cette direction. Cette démarche d'infléchissement de la gestion traditionnelle va dans le sens de l'Histoire. Déjà en 2005 dans l'étude Mercer pour l'UNEP⁴⁴, il était souligné que 63 % des gestionnaires européens estimaient une intégration de l'ISR dans le 5 années à venir.

Une finance sans ISR est un fait du passé. Ainsi, à notre avis, la gestion ISR va de plus en plus être incluse dans les règles et processus de gestion classique pour finir par s'imposer comme la norme et, finalement ne même plus être mentionnée.

L'ISR dans dix ans aura nécessairement affirmé sa dimension systémique et solidarisante. Faute de quoi, l'humanité s'acheminerait vers des catastrophes (2008 en marque peut-être les premières secousses). A n'en pas douter l'ISR constitue un moyen pour les entreprises de toutes tailles de déjouer les pièges de la raison technicienne et financière.

6.3 L'activisme actionnarial

L'ISR n'est pas seulement une affaire d'investissement. Cela doit aller beaucoup plus loin puisque certains gérants vont même jusqu'à instaurer un dialogue avec des entreprises qu'ils détiennent en portefeuille. Historiquement très utilisé dans le monde anglo-saxon, cet activisme auprès des sociétés est encore embryonnaire en Europe continentale et se limite encore qu'à l'exercice des droits de vote dont les sociétés de gestion ont obtenu mandat. Pourtant des réflexions et des tentatives vers un

⁴⁴ PNUE « Socially Responsible Investing », 2005 et <http://www.unpri.org/report07>, www.unepfi.org/publications/investment/index/html

actionnariat actif sont de plus en plus nombreuses (voir les débats avec les grandes entreprises suisses comme Nestlé et récemment les déboires de UBS), dont Ethos est un exemple en Suisse. Mais les modalités restent encore à être établies, de l'exercice des droits de vote aux remontées auprès du management, en passant par les coalitions d'investisseurs en assemblée générale.

La stratégie qui semble la plus effective, autant pour le portefeuille que pour les convictions sociales et environnementales, s'incarne dans l'actionnariat militant. Non seulement les fonds responsables se dotent-ils d'une politique de gestion des droits de vote, mais il est de plus en plus courant de les voir déposer des propositions aux assemblées générales d'actionnaires des entreprises où ils investissent. C'est une manière de gérer les paramètres extra financiers.

Par exemple, il est possible d'intervenir directement auprès des entreprises en portefeuille, non seulement à travers ses fonds propres, mais aussi grâce aux mandats confiés par les clients. L'objectif recherché dans l'activisme n'est pas de mettre en place un filtre ISR mais de dégager de la valeur complémentaire de la part des entreprises. Le but est donc de persuader une entreprise détenue dans un fonds ou portefeuille d'améliorer ses pratiques. La démarche débute par une action plus ou moins forte en amont des assemblées générales, de l'abstention à un vote contre, accompagnée d'une lettre pour expliquer les arguments et les revendications. Le processus se poursuit alors par la prise de contact avec le management en partenariat avec un groupe d'actionnaires ou d'associations officielles.

Si une entreprise change, tout le secteur peut changer et créer de la valeur. Lobbying et pression exercés sur l'entreprise auront de fait une influence sur sa réputation, mais aussi auprès des gouvernements et législateurs. Toute une démarche encore difficile à mettre en place en Europe comme le relève un responsable, « où la gestion de fortune restent principalement aux mains de grands groupes bancaires qui sont également en affaires commerciales avec les entreprises visées, ce qui empêche d'avancer ».

Cette activisme militant devient un instrument d'influence exceptionnel et se doit d'être utilisé et renforcé dans l'action de l'ISR. La mutation de l'investisseur en « investacteur » contribue ainsi à la mise en place d'un nouveau paradigme. Encore une fois, là aussi, chaque partie, responsable, y trouverait son compte.

L'ISR doit être considéré et accepté comme un nouveau paradigme ou l'excellence doit être entretenue sans jamais oublier sa véritable finalité, la participation à la mise en place d'un développement responsable. Certes, ce n'est pas demain que l'actionnariat responsable parviendra à moraliser le capitalisme, et l'ISR ne peut à elle seule gommer les inégalités. Mais, face à un système financier de plus en plus complexe, déconnecté des préoccupations de la majorité des populations, cette approche a le mérite de redonner du sens à l'économie et de permettre à chacun de s'en réapproprier les enjeux.

Epilogue : Yes we want !

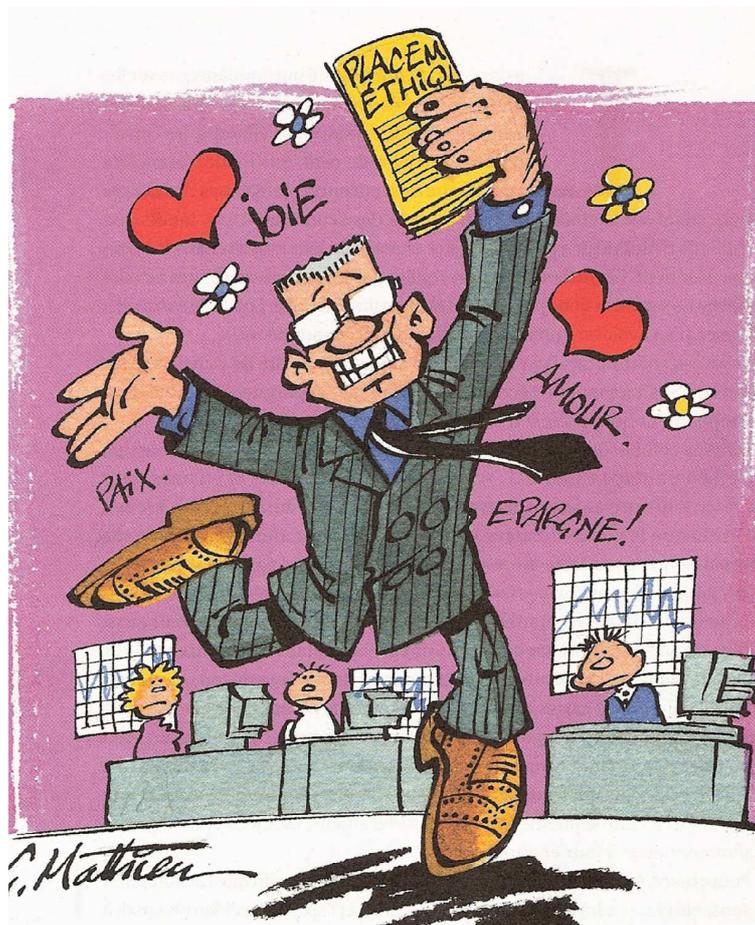


La crise des subprimes et son effet domino ont jeté une lumière crue sur les dérives de la finance internationale. Si le système bancaire mondial ne s'est pas totalement effondré, les conséquences sociales de cette tourmente financière vont se faire ressentir encore longtemps. Dans ces conditions, il paraît plus que jamais nécessaire de « civiliser » les circuits de financement de l'économie et de mettre le capital au service d'un développement qui profite à tous.

La crise financière ne met que plus en évidence la dérive d'une société de convoitise: le modèle suivi n'était pas durable et faussé par des coûts cachés, la pollution dans le domaine de l'environnement, l'illusion d'un découplage risque-rendement dans la finance. Les gouvernements auront-ils le courage de défendre un monde durable quand ils affronteront les coûts de la crise financière? Tel est le défi auquel le monde financier et politique se doit de répondre.

Il faut travailler dur à un projet politique d'avenir pour accoucher d'un «oui on veut!» capable de répondre au « Yes we can! » qui a déferlé sur les Etats-Unis. Ce projet, c'est un nouveau Green New Deal: un grand plan de relance responsable, d'une nouvelle économie et finance au service des piliers du développement durable, appuyé sur la société du savoir et de la communication, privilégiant le sens de la relation. Dans une refondation du système financier il faut réinventer tous ensemble, et non d'un G xx quelconque, une forme de régulation sociale et écologique du monde (une gouvernance responsable ?).

Au delà de la crise du capitalisme, cette crise est peut être un tournant économique majeur : la fin de la société de sur consommation vers un capitalisme responsable !... Une révolution. Vive la crise.



ANNEXE

Revue des études de performances⁴⁵

Study	Country	Findings
Luther, Matatko and Corner (1992)	UK	The Jensen's alphas of ethical funds have mean of 0.03% per month (not significantly different from 0). Ethical funds have relatively high portfolio weights on small-cap companies.
Luther and Matatko (1994)	UK	The Jensen's alphas of ethical funds are measured against the FT All Share Index or against a Small-Cap Index. R-squared is higher in the first regression than the second one, which implies that the SRI portfolio is biased towards small-caps. The average alphas measured in both ways are not significantly different from zero.
Hamilton, Joe and Statman (1993)	US	For 17 SRI funds established before 1985, the average alpha is -0.06% per month, which is higher than the average monthly alpha (-0.14%) of 170 non-SRI funds (the difference is not significant). Meanwhile for the 15 SRI funds with shorter history, i.e. established after 1985, the average alpha is -0.28% per month, which is worse than the average monthly alpha (-0.04%) of the corresponding 150 non-SRI funds.
Mallin, Saadouni and Briston (1995)	UK	The monthly alphas of ethical funds range from -0.28% to 1.21%, while 22 out of the 29 alphas are positive. Alphas of non-ethical funds, 23 of which being positive, range from -0.41% to 1.56% per month (difference is not statistically different).
Gregory, Matatko and Luther (1997)	UK	The alphas of ethical funds range from -0.71% to 0.24% per month (almost all are not significant). In a regression with both ethical and non-ethical funds, the ethical fund dummy does not have a significant impact on fund performance after controlling for fund age, size, and the market risk. Most of the ethical funds have a significant exposure to the small-cap factor.
Goldreyer, Ahmed and Diltz (1999)	US	The average Jensen's alpha of 29 SRI equity funds is -0.49% per annum, whereas that of 20 non-SRI equity funds is 2.78%. The difference is not significant. SRI funds using positive screens outperform the SRI funds that do not (the average monthly alphas are -0.11% and -0.81%, respectively, and the difference between them is statistically significant).
Statman (2000)	US	The average monthly alpha is -0.42% for SRI funds and -0.62% for non-SRI funds; the difference is not significant (t-statistics = 1.84). The DSI 400 index has a higher Sharpe ratio than the S&P 500 index (0.97 vs. 0.92).
Schroder (2004)	Germany Switzerland and US	The monthly alphas range from -2.06% to 0.87%. 38 out of the 46 alphas are negative; only 4 of them are significant at 0.05 level. SRI funds do not significantly underperform the benchmark portfolio consisting of both large stocks and small stocks. Note that 11 out of the 16 German and Swiss funds have higher exposures to the small-cap index than to the large-cap index. Only 5 out of the 46 funds have positive timing ability, while 7 fund managers time the market in the wrong direction.
Geczy, Stambaugh and Levin (2003)	US	The average expense ratio of SRI funds is higher than that of non-SRI funds (1.33% vs. 1.10%), whereas the average annual turnover of SRI funds is much lower than that of non-SRI funds (81.5% vs. 175.4%).

⁴⁵ Voir annexe 2 tableau des méthodologies

		<p>The SRI funds have much smaller size than non-SRI funds: the average asset under management (across time and across funds) is \$149 million and \$257 million respectively.</p> <p>The monthly alpha of the SRI portfolio is higher than that of the non-SRI portfolio (0.21% vs. 0.08%), but the difference is insignificant. Meanwhile, the risk exposure of the SRI portfolio to the size factor (SMB factor) is higher than that of the non-SRI portfolio (0.20 vs. 0.16).</p> <p>To a market index investor the financial cost of the SRI constraint is 5 basis points per month. The SRI constraint imposes large costs, more than 1.5% per month, on investors whose beliefs allow selection skill.</p> <p>Moreover, further restricting the SRI universe to the funds that screen out “sin” stocks (e.g. alcohol, tobacco or gambling) increases the monthly cost of the SRI constraint by 10 basis points or more.</p>
Kreander, Gray, Power and Sinclair (2005)	Europe	<p>The average Jensen’s alphas of SRI and non-SRI funds are 0.20% and 0.12% per month, respectively (difference is statistically insignificant). In addition, the market timing coefficients are similar for the two types of funds (-0.29 vs. -0.28), and each of them is significant at the 0.05 level. However, the signs of the timing coefficients are negative, which implies that both SRI and non-SRI fund managers time the market in the wrong direction.</p>
Bauer, Koedijk and Otten (2005)	Germany, UK, and US	<p>Ethical funds have smaller size and higher expense ratio than conventional funds. The average monthly alphas of SRI funds are 0.29%, 0.09% and -0.05% for Germany, UK domestic and US domestic funds, respectively. The US domestic ethical funds significantly underperform conventional domestic funds, while for US international funds the difference in returns between ethical and conventional funds is insignificant. The UK ethical funds, both domestic and international funds, significantly outperform conventional funds.</p> <p>The difference in average alphas between German SRI and non-SRI funds is insignificant. Overall, there is little evidence of significant differences in risk-adjusted returns between SRI and non-SRI funds.</p> <p>For German and US ethical funds: after significant underperformance in the early 1990s, they match conventional fund performance over 1998-2001. Older ethical funds (launched before 1998) outperform younger ethical funds. German and UK ethical funds are heavily exposed to small-cap stocks while US funds are less so. All SRI funds are more growth- than value-oriented.</p>
Renneboog, Ter Horst and Zhang (2006)	Worldwide	<p>Ethical money chases past returns. In contrast to conventional funds’ investors, SRI investors care less about the funds’ risks and fees. Funds characterized by shareholder activism and by in-house SRI research attract more stable investors. Membership of a large SRI fund family creates higher flow volatility due to the lower fees to reallocate money within the fund family. SRI funds receiving most of the money-inflows perform worse in the future, which is consistent with theories of decreasing returns to scale in the mutual fund industry. Finally, funds employing a higher number of SRI screens to model their investment universe receive larger money-inflows and perform better in the future than focused funds.</p>
Bauer, Otten and Tourani Rad (2006)	Australia	<p>Domestic ethical funds underperform domestic conventional funds by -1.56% per year. International ethical funds outperform their conventional peers by 3.31% per year. None of these differences are significant</p>
Bauer, Derwall and Otten (2006)	Canada	<p>The difference in average alphas is insignificant between the SRI funds and non-SRI funds (-0.21% vs. -0.18% per month).</p>
Barnett and Salomon (2006)	US	<p>When the number of social screens used by an SRI fund increases, the fund’s annual return declines at first, but rebounds as the number of screens reaches a maximum.</p>
Renneboog, Ter Horst and	Worldwide	<p>Consistent with investors paying a price for ethics, SRI funds in many European and Asia-Pacific countries strongly underperform domestic benchmark portfolios. For</p>

Zhang (2007)		instance, the risk-adjusted returns of the average SRI funds in Belgium, France, Ireland, Japan, Norway, Singapore, and Sweden are on average less than – 5% per annum. Ethics is a distinct factor that determines the expected equity returns, consistent with ethical firms being less risky. SRI investors are unable to identify the funds that will outperform in the future, whereas they show some fund-selection ability in identifying ethical funds that will perform poorly in the future. SRI funds are gradually converging to conventional funds by holding a more diversified range of assets in their portfolios. Finally, the screening activities of SRI funds have a significant impact on funds' risk-adjusted returns and loadings on risk factors.
Guenster, Derwall, Bauer, Koedijk (2006)	US	Econometric analysis of the link between sustainability ratings and enterprise value. They took 180 -450 US companies over a time frame 1995-2003. No reduction in the performance of companies with a positive sustainability rating; companies with a negative sustainability rating gave a weaker performance.
Kempf, Osthoff, 2007	US	Comparison portfolio analysis -10% of companies with best CSR ratings versus 10% of companies with worst CSR rating- with a 4-factor financial model (sustainability rating KLD-. No reduction in the performance of the portfolio with a positive sustainability rating, portfolio with a negative sustainability rating produced a weaker performance.
Edmans A 2008	US	Portfolio analysis with a 4 factor model. Sustainability rating limited to the quality of the workplace. Significantly higher return from portfolio comprising companies with a good working environment versus the (adjusted) market portfolio.

Sources : European Corporate Governance Institute Renneboog, Ter Horst and Zhang "Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance" in Finance working Paper No 175, June 2007; Sarasin "Sustainability Report" Nov 2008

ANNEXE 2

Tableau des methodologies

Study	Country	Period	No. of Funds	Performance Measures	Market Indices	Reference Group (non-SRI funds)
Luther, Matatko and Corner (1992)	UK	1984-1990	15	CAPM	FT All Share Index or MSCI World Index	No comparisons with non-SRI funds.
Luther and Matatko (1994)	UK	1984-1992	9	CAPM	FT All Share Index or a Small Cap Index	No comparisons with non-SRI funds.
Hamilton, Joe and Statman (1993)	US	1981-1985 1986-1990	32	CAPM	Value-weighted NYSE Index	320 non-SRI funds, randomly selected
Mallin, Saadouni & Briston (1995)	UK	1986-1993	29	CAPM	FT All Shares Index	29 non-SRI funds, matched by fund size and age
Gregory, Matatko and Luther (1997)	UK	1986-1994	18	A two-factor model with two indices	FT All Shares Index and Hoare Govett Small Cap index	18 non-SRI funds, matched by fund size, age, investing area and fund type.
Goldreyer, Ahmed and Diltz (1999)	US	1981-1997	49	CAPM	Wilshire 5000 Equity Index (for equity funds)	180 non-SRI funds, matched by investment objective, fund size and market beta.
Statman (2000)	US	1990-1998	31	CAPM	S&P 500 or DSI 400 Index	62 non-SRI funds, matched by fund size.
Geczy, Stambaugh and Levin (2003)	US	1963-2001	35	CAPM Fama-French (1992) Carhart (1997) Pastor and Stambaugh (2002): IP1-4	CRSP NYSE/ AMEX/ NASDAQ Index	894 non-SRI funds, including dead funds
Schroder (2004)	US, Germany Switzerland	1990-2002	46	A two-factor model with two indices Timing: Treynor and Mazuy (1966) Conditional: Ferson and Schadt (1996) (Strong) Style Analysis	MSCI World Index and Salomon Smith Barney World Index (for international funds) S&P 500 and Wilshire Small Cap 250 Index (for domestic US funds)	No comparisons with non-SRI funds.

Kreander, Gray, Power and Sinclair (2005)	Belgium, Germany, Netherlands, Norway, Sweden, Switzerland and UK	1996-1998 (weekly)	40	CAPM Timing: Henriksson-Merton (1981)	MSCI World Index.	40 non-SRI funds, matched by fund size, age, country, and investment universe.
Bauer, Koedijk and Otten (2005)	Germany, UK and US	1990-2001	103	CAPM Carhart (1997) Conditional: Ferson and Schadt (1996)	MSCI World Index or DJ Sustainability Global Index (for international funds); FT All Share Index or EIRIS ethical balance (for UK domestic funds) S&P 500 or DSI 400 (for US domestic funds)	4384 non-SRI funds (Germany 114, UK 396, US 3874), including dead funds
Renneboog, Ter Horst and Zhang (2006)	17 countries around the world	1992-2003	410	CAPM	Worldscope value-weighted Equity Index	649 non-SRI funds in the UK
Bauer, Otten and Tourani Rad, (2006)	Australia	1992-2003	25	CAPM Carhart (1997) Conditional: Ferson and Schadt (1996)	Worldscope value-weighted Equity index or Westpac Monash Eco Index	281 non-SRI funds including dead funds.
Bauer, Derwall and Otten (2006)	Canada	1994-2002	8	CAPM Carhart (1997) Conditional: Ferson and Schadt (1996)	Worldscope value-weighted Equity Index or Jantze Social Index	267 non-SRI funds including dead funds.
Barnett and Salomon (2006)	US	1995, 1997, 1999 (yearly)	67	Average return	No benchmark index.	No comparisons with non-SRI funds.
Renneboog, Ter Horst and Zhang (2007)	19 countries around the world	1991-2003	463	CAPM Carhart (1997) Conditional: Ferson and Schadt (1996) Timing: Treynor and Mazuy (1966)	Worldscope value-weighted Equity Index	716 non-SRI funds in the UK and 12,624 non-SRI funds in the US

Sources : European Corporate Governance Institute Renneboog, Ter Horst and Zhang "Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance" in Finance working Paper No 175, June 2007

Documents web – liens

ADEME « Guide des organisme d'analyse sociétale »

<http://www2.ademe.fr/servlet/getDoc?cid=96&m=3&id=25167&p1=02&p2=09&ref=17597>

Médiation bancaire et développement durable

[http://www.banque-de-](http://www.banque-de-france.fr/ccsf/fr/avant_ccsf/telechar/der_pub_cc_cnct/rapcc_02_03_ax1_ch2.pdf)

[france.fr/ccsf/fr/avant_ccsf/telechar/der_pub_cc_cnct/rapcc_02_03_ax1_ch2.pdf](http://www.banque-de-france.fr/ccsf/fr/avant_ccsf/telechar/der_pub_cc_cnct/rapcc_02_03_ax1_ch2.pdf)

Demystifying Responsible Investment Performance A review of key academic and broker research on ESG factors

http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf

<http://www.unepfi.org/publications/investment/index.html>

BIBLIOGRAPHIE

- Anderson Anne-Marie, Meyers David, « Performance and Predictability of Social Screens » Lehigh University, 26.06.2007.
- Barnett M., Salomon R.M., "Beyond Dichotomy : the Curvilinear Relationship between social responsibility and financial performance", Strategic Management Journal No27, 2005
- Barnett M., Salomon R.M., « Don't get stuck in the Middle : A curvilinear Bridge Spanning the Great SRI Divide », Working Paper, New York University, Stern School of business, 2002
- Bauer R., Koedijk K. and Otten R, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", LIFE Working Paper N°02.59, University of Maastricht, March 2002
- Bauer, R., K. Koedijk and R. Otten, "International evidence on ethical mutual fund Performance and Investment Style", Journal of Banking and Finance 29, 2005
- Beltratti A. « Socially Responsible Investment in General Equilibrium » Nota di lavoro 93, 2003
- Burlacu, Girerd-Potin, Dupré « Y-A-t'il un sacrifice à être éthique ? une étude de performance des fonds socialement responsables américains » Université de Grenoble, mars 2003
- Butz Christoph , Barber Stephen et Laville Jean « Time for a rethink on responsible investing » Financial Times, Nov 13, 2006
- Burgenmeier B. "Economie du développement durable, 2è Ed, De Boeck, Bruxelles 2005
- Cahart M « On persistence in Mutual Fund Performance » Journal of Finance, No 52, 1997
- D'Antonio, Johnsen, and Hutton « Expanding Socially Screened Portfolios : An attribution Analysis of Bond Performance » The Journal of Investing, Winter1997
- De Brito César, Desmartin Jean-Philippe, Lucas-Leclin Valéry, Perrin François « L'investissement socialement responsable, Economica, avril 2005
- Derwall, Guenster, Bauer et Koedijk "The Eco-Efficiency Premium Puzzle", Financial Analyst Journal, Volume 61, No2, March April 2005
- DiBartolemeo, D. et Lloyd Kurtz, "Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios", Northfield Information Services, 1999
- Drobtz, Schillhofer et Zimmermann, « Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany » European Financial Management, 2004
- Ducassy I. et K. Jeannicot "Responsabilité Sociale et Performance financière : une étude d'événement à l'annonce d'un classement ISR ", EujroMed, Marseille Working Paper No 3, 2008
- Dupré D, Girerd-Potin I « Investissements socialement responsable et théorie du choix de portefeuille » journée internationale de l'AFFI, Strasbourg juin 2002.
- Eric Girard; Hamid Rahman; Brett Stone "Socially Responsible Investments: Goody-Two-Shoes or Bad to the Bone?" THE JOURNAL OF INVESTING, Spring 2007
- Erwan LeSaout, LeMaux Julien, "La performance des indices ISR" The Quarterly Journal of Finance 18, 2004 et "indice, mon bel indice" , Banque et Marché 74, janv-fev 2005

Friedman Milton, "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits" *The New York Times Magazine*, September 13, 1970..

French H. « Socially Responsible Investing Surge » Working Paper, Worldwatch Institute, 2001

Geczy C., Stambaugh R., Levin D. "Investing in Socially Responsible Mutual Funds" *Journal of Financial Economics* (winter 2007)

Girard E., Stone B., Rahman H., "Socially Responsible Investment : Goody-two-shoes or Bad to the Bone" *Journal of Investing*, Volume 16, No 1 (spring 2007)

Girerd-Potin I., Louvet P., Dupré D., et Jimenez S., « les investisseurs paient pour l'éthique. » dans *Banque et Marchés* No 84, Sept 2006

Girerd-Potin I., Louvet P., Dupré D., et Jimenez S., « Notation éthique et performance financière : une modélisation » Actes du 3è colloque international, Montréal, Juin 2004

Guenster, Derwall, Bauer, Koedjik "The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency", Limberg Institute of Financial Economics, Working Paper 05-09, July 2005

Kempf A., Osthoff P., « The effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance », *European Financial Management*, Vol 13, No 5, Nov 2007

Kurtz L. "Studies in the Field of SRI Investing", Working paper sristudies.org , 2002

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

Orlitzky M., Schmidt F. L. et Rynes S. L., « Corporate Social and Financial performance : A Meta Analysis », *Social Investment Forum* Fondation, Dec 2004

Renneboog, Ter Horst and Zhang, European Corporate Governance Institute "Socially Responsible Investments: "Methodology, Risk Exposure and Performance" in *Finance* working Paper No 175, June 2007;

Sarasin "Sustainability Report" Nov 2008

Sarasin Sustainability Report "Sustainability and Share Performance –A long Running Debate Revisited-" Dr Eckard Plinke, Banque Sarasin, Bâle, Novembre 2008

Schnietz et Epstein, « Exploring the Financial Value of a Reputation for CSR During a Crisis », *Corporate reputation Review*, 7, 2005

Schroder, M., "The performance of socially responsible investments: investment funds and indices" *Financial Markets and Portfolio Management* 18(2), 2004

Statman et Klimbeck : « Socially Responsible Indexes : Composition, Performance and Tracking Error » *Journal of Portfolio Management*, Spring 2006

Liens

<http://www.eurosif.org/>

<http://www.unpri.org/>

<http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/index.php?lang=fr>

N oubliez pas de vous promener sur ces sites :

<http://www.novethic.fr/novethic/site/index.jsp>

<http://www.jepargne-utile.com/>

<http://www.lanef.com/>