

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE



MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR  
ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE



UNIVERSITE MOULOU D MAMMERRI DE TIZI-OUZOU

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET  
DES SCIENCES DE GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES DE GESTION

*Mémoire de fin de cycle*

En vue de l'obtention du diplôme de Master *sciences financières*

Spécialité : *Finance et Banque*

Sujet

Le financement des investissements socialement  
responsables par la banque

Présenté par :

-CHETOUANE Djamel

-RADI Abdenour

Dirigé par :

Mr : MEZIAINI Yacine

Membres de jury :

Président : Mr OUBAZIZ Said , MAA à UMMTO

Examineur : Mr KHEFFACHE Sofiane, MAA à UMMTO

Rapporteur : Mr MEZIAINI Yacine, MAA à UMMTO

Promotion 2021

## **Remerciements**

*Avant tout, on remercie le bon dieu qui nous a donné santé, courage et volonté pour réaliser notre mémoire.*

*On tient a remercié profondément mes chers parents pour leur soutien moral et financier durant le cursus scolaire.*

*On tient a remercié aussi énormément notre encadreur, Mr : Meziaini. Y pour sa disponibilité et pour tous les efforts qu'il a fournis pour la réalisation de ce mémoire.*

*Un grand merci, a tous les professeurs, nos camarades de promotion qui nous a accompagnés tout au long de notre travail.*

*On remercie toutes les personnes interviewés, pour avoir consacré quelques instants de leurs précieux afin de réaliser ce mémoire.*

*Et enfin, l'ensemble du personnel de administration a tous ceux qui de près ou de loin qui nous aidés à la réalisation de ce mémoire.*

## Dédicaces

*Je dédie ce modeste travail à :*

*Mes très chers parents qui ont toujours été là pour  
moi,*

*Mes frères et sœurs*

*Tous mes amis (e)*

*Mon binôme Abdenour*

**Djamel**

## Dédicaces

*Je dédie ce modeste travail à :*

*Mes très chers parents qui ont toujours été là pour  
moi,*

*Mes frères et sœurs*

*Tous mes amis (e)*

*Mon binôme Djamel*

**Abdenour**

**Résumé**

**Remerciements**

**Dédicaces**

**Liste des abréviations**

**Introduction générale.....05**

**Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable (ISR)**

**Introduction.....06**

**Section 01 : La définition générale de LISR et leurs différentes approches.....07**

**Section 02 : Histoire et les origines de LISR et leurs différents acteurs économiques. ....11**

**Section 03 : Les moyennes dévolutions et les méthodes d'utilisations par LISR et leur impact sociétal.....22**

**Conclusion.....34**

**Chapitre II : les principaux Enjeux de LISR**

**Introduction.....35**

**Section 01 : La norme nominale de l'ISR et les méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux et leur particularité. ....36**

**Section 02 : La transparence et la communication.....39**

**Section 03 : La rentabilité et le cout de l'ISR et la création de l'universd'investissement. ....41**

**Conclusion.....47**

**Chapitre III : l'analyse de la performance financier des ISR**

**Introduction. ....48**

**Section 01 : Les déterminants de l'effet de LISR sur la performance financière : une analyse statistique de littérature empirique. ....49**

**Section 02 : Performance de LISR : une méta-analyse .....66**

**Section 03 : Influence des variables modératrices sur le lien ISR de la performance financière. ....76**

**Conclusion.....89**

**Conclusion générale. ....91**

**Bibliographie**

**La liste des tableaux**

**Listes des graphiques**

**La table des matières**

**Les annexes**

## Liste des abréviations

---

<b>Abréviation</b>	<b>Signification</b>
<b>FISR</b>	Financement des investissements responsable
<b>ISR</b>	Investissement socialement responsable
<b>RSE</b>	Responsabilité sociale de l'environnement
<b>ESG</b>	Environnement, sociale, gouvernance
<b>FIR</b>	Fond d'investissement responsable
<b>FSR</b>	Fond socialement responsable
<b>SIF</b>	Social investment funds
<b>FCP</b>	Fond commune de placement
<b>GIEMS</b>	Comité intersyndical de l'épargne salariale
<b>GRI</b>	Global initiative reporting
<b>GFR</b>	Compte fort de rendement
<b>IIC</b>	Institutions d'investissement collectif
<b>PFP</b>	Plans et fond de pension
<b>PR</b>	Plans de retraite
<b>RSEB</b>	Responsabilité sociale des entreprises et des banques
<b>DD</b>	Développement durable
<b>CA</b>	Compagnie d'assurance
<b>ETF</b>	Exchange traded funds
<b>SP</b>	Socialement responsable
<b>MPGE</b>	Moyenne de performance du groupe expérimentale
<b>MPGC</b>	Moyenne de performance du groupe de contrôle
<b>TEGE</b>	Taille de l'échantillon du groupe expérimentale
<b>TEGC</b>	Taille de l'échantillon du groupe de contrôle
<b>VGE</b>	Variance du groupe expérimentale
<b>VGC</b>	Variance du groupe de contrôle
<b>EA</b>	L'engagement actionnarial

## Introduction générale

---

Les banques algériennes constituent la force motrice de l'économie moderne, confrontées aux changements induits par la mondialisation, le développement technologique ainsi que les crises financières qui ont démontré la fragilité et les défaillances du secteur financière. Les banques qui ont survécu à ces crises ont été dans l'obligation de renforcer leur mode de gouvernance, prévenir et anticiper les risques et se rattraper vis-à-vis de leur public, la responsabilité sociale semble être le moyen approprié pour regagner leur confiance en attribuant un rôle social à cet établissement. A cet effet PEYRELEVADE (2010) affirme « On ne peut réguler le secteur financier sans se poser la question de l'utilité sociale des diverses activités financière ».

Dans ce contexte, il est important de comprendre la responsabilité sociale du point de vue des banques. Sa spécificité par rapport à la responsabilité des entreprises des autres secteurs ainsi que les activités que les banques peuvent s'approprier pour faire preuve d'engagement social. Le présent travail a pour but d'identifier les pratiques socialement responsable dans le secteur bancaire et déterminer leur nature. Cette dernière (la banque) est responsable de gérer la politique monétaire et financier en Algérie et dont les banques sont tenues d'exercer leur activité sous sa tutelle.

Depuis une dizaine d'années, les entreprises ont affirmé leur volonté de maîtriser au mieux les conséquences socio-environnementales que peut avoir l'exercice de leur activité sur l'ensemble de l'économie. Soucieuses aussi de préserver leur image, elles tentent de mener des politiques protectrices de l'environnement, de leurs salariés mais aussi de tous leurs partenaires financières et commerciaux. Un mouvement général, souvent désigné sous le nom de « développement durable », dont le but est d'assurer à l'économie mondiale une croissance saine sur long terme. L'application de ces principes aux stratégies d'investissement a conduit au développement de l'investissement socialement responsable (l'ISR). Ce dernier définit ses choix d'investissement sur la base de critères socio-environnementaux qu'il place sur le même plan que les critères financiers habituellement utilisés.

L'ISR, nouvelle forme d'investissement intégrant le respect des valeurs éthiques, de protection de l'environnement, d'amélioration des conditions sociales ou de « bonne » gouvernance attire de plus en plus l'intérêt des investisseurs institutionnels et privés mais également du monde académique. Historiquement, les placements dits « éthiques » sont les premiers à voir le jour dans les années 1920 et excluent de leur sélection les sociétés orientées sur des activités immorales (alcool, tabac, nucléaire ...). Les placements « socialement

## Introduction générale

---

*responsables* » (SR) apparaissent plus tard (fin des années 1980 aux USA et en Grande-Bretagne) et adoptent une technique fondée sur l'inclusion dans les portefeuilles de titres les mieux notés (Best-in-class) sur la base de critères dits ESG (environnement, social, Gouvernance).

Certains placement appelés « thématiques » peuvent privilégier une des trois approches inclusives (environnementale, social, gouvernance). LISR peut prendre la forme d'un engagement ou d'un activisme actionnarial (peut se manifester, d'une part des actions visant à établir un dialogue sociale avec les dirigeants d'entreprises et d'autre part, par des propositions de résolutions déposées aux assemblées générales) .selon R. ANNE et Al. (2008, p. 1723), « LISR applique, à la différence des investissements de type conventionnel, un jeu de filtres d'investissement pour sélectionner ou exclure des actifs basés sur des critères écologiques, sociaux de gouvernance d'entreprise ou encore éthique, et s'engage également dans la communauté locale et dans l'activisme actionnarial ». D'un point de vue scientifique, les travaux traitant de l'investissement socialement responsable (ISR) portent principalement sur sa rentabilité financière. En d'autres termes ils cherchent à comprendre si ce type d'investissement ne présente pas de coût financier comparé à un investissement traditionnel. Plusieurs études empiriques ont tenté de démontrer un lien de causalité entre l'effet de la mise en place de critères extra-financiers dans les processus d'investissement et la performance financière du fond socialement responsable (l'ISR).

Ou celle des indices SR, apportant chacune un éclairage scientifique sur cette relation. Il en ressort aujourd'hui un manque de consensus évident sur le lien entre investir de manière socialement responsable et la rentabilité financière que cette la procure.

En France, mais aussi en Europe ainsi qu'en Amérique du nord et en Asie, l'ISR se développe sur l'idée que la prise en compte de critères sociaux et environnementaux permet de mieux identifier les sociétés performantes, à moyen et long terme. La question est posée de savoir si cela se fait au détriment de la performance financière à court terme. Les approches choisies varient considérablement d'un pays à l'autre. En France c'est très largement l'approche « fonds de développement durable » qui domine. En Europe du Nord, les fonds d'exclusion sont plus répandus.

## Introduction générale

---

En avril 2006, les nations unies ont adopté les principes pour l'investissement responsable(PRI).il s'agit de six principes auxquels peuvent se conformer les investisseurs qui souhaitent intégrer les problématiques Environnementale, sociale et gouvernance(ESG) dans la gestion de leurs portefeuilles d'investissement. en 2011, il existe plus de 300 fonds d'investissement socialement responsable dans le monde.

Le concept de développement durable a gagné en influence sur les agents économiques au cours des dernières décennies. Ainsi, il fait à présent partie intégrant de la gestion des entreprises ; sous forme de responsabilité sociétale des entreprises (RSE). On note d'ailleurs que de plus en plus de pays, a l'instant de la France, obligent ou suggèrent fortement a leurs entreprises de publier un reportions de leur politique RSE. Depuis une trentaine d'années, ce concept s'applique également au domaine des placements financiers, via l'ISR. Cette discipline, née aux Etats-Unis, s'est largement diffusée et représente désormais un marché à fort potentiel. Aujourd'hui, bien que suscitant l'intérêt grandissant des différentescatégoriesd'investisseurs, LISR reste discuter. En effet, la littérature scientifique ne présente toujours pas de consensus quant à l'existence d'un bénéfice ou d'un sacrifice financier lors d'unISR. De nombreux chercheurs se sont pourtant penchés sur la question en comparant, via différentes méthodologies, les performances de l'ISR et celui de l'investissement conventionnel. Qu'elles soient réalisées sur une longue ou courte échelle de temps, sue le marché américain ou européen, elles aboutissent souvent a des conclusions divergents.

Dans cette, étude, nous abordons ce thème sous un angle différent, en intégrant le fait qu'il existe plusieurs manières de pratique l'ISR. Le centre Novethic décrit ces pratiques et classe les fonds ISR par approches, certaines étant considérées comme plus éthiques que d'autres. Ainsi, plutôt que de comparer la performance de fonds ISR et de fonds conventionnels, ce sur quoi se basent la plupart des études présentées a ce jour, nous comparons ici la performance de fonds ISR entre eux. En nous focalisant sur le marché financier.

L'introduction de l'ISR a déjà suscité de nombreuses études et les chercheurs se sont essentiellement penchés sue la question de sa performance, qui est considérée comme décisive pour son futur développement.Nous distinguons deux catégories : d'un coté les détracteurs de l'ISR, qui s'appuient sur la théorie financière pour mettre en évidence les moindres

## Introduction générale

---

performances de ce type d'investissement, et d'un autre les partisans de l'ISR, qui démontrent empiriquement les bons résultats de cette stratégie.

### - **Problématique de recherche :**

Une question centrale est au cœur de notre problématique dans le cadre de notre recherche à savoir :

« En quoi consiste le processus de financement des investissements socialement responsable ISR ? Et quels sont ses instruments au niveau de la banque algérienne ? »

Il est important de souligner que la question centrale de notre problématique nécessite d'autres questions tout aussi importantes les unes que les autres, à savoir :

Investir de manière socialement responsable agit-il sur la performance financière ou boursière ?

Quelle sont les déterminants des effets de LISR sur la performance financière ?

### - **Objet de recherche et choix de sujet**

L'objet de ce mémoire est de cerner ou de montrer les enjeux actuels de ces investissements sur le marché financière et bancaire et d'y apporter des éléments de compréhension supplémentaire, et d'analyser à ce jour les performances de ce type d'investissement afin de déterminer s'il restera réservé à une classe d'investissement plus soucieux de leur propre valeurs que de leur porte-monnaie ou s'il annonce une réelle mutation des stratégies d'investissement. Néanmoins, concernant notre cas d'études, la banque algérienne a récemment marqué sa présence dans le champ de la RSE, par conséquent, le présent travail a pour objectif d'explorer les diverses pratiques bancaire en matière de responsabilité sociale.

## Introduction générale

---

- **La structure de mémoire** : Notre recherche se subdivise en trois chapitres, qui sont en l'occurrence :

**Le premier chapitre** ; Il illustre la présentation générale de l'ISR par la banque; ils s'intéressent de présenter les définitions et les approches de l'ISR. Il a pour objet de présenter aussi l'histoire et les origines et leurs différents acteurs de l'univers de l'ISR, aussi il permettra d'observer les évolutions et les méthodes d'utilisation par LISR et leur impact sociale ;

**Le deuxième chapitre** ; Il expose sur les principaux enjeux de l'ISR, il a pour objet de définir la norme minimale de LISR et les méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux et leur particularité, de analyser la transparence et la communication, il permettra aussi d'étudier la rentabilité et le coût de LISR et la création de l'univers d'investissements ;

**Le troisième chapitre** ; enfin ; il porte sur l'analyse de la performance financière des ISR ; il a pour objet de déterminer l'ensemble des effets de l'ISR sur la performance financière (analyse statistique de la littérature empirique). Aussi il illustre les études de méta-analyse sur la performance des ISR et l'influence des variables modératrices sur le lien ISR/ de Performance Financière.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)**

---

### **Introduction :**

Dans l'objectif de mieux comprendre le domaine des investissements socialement responsables (ISR) qui sont des placements non exclusivement tournés vers critères financiers puisqu'ils prennent également en compte des considérations extra financières, Ethique, Environnementales, Sociales et de bonne gouvernance (EESG), dans le processus de sélection et de gestion d'un portefeuille d'investissement.

Le présent chapitre est subdivisé en trois (03) sections :

La première expliquera clairement la définition générale de LISR et ses différentes approches, nous exposerons par la suite, dans la deuxième section, l'histoire et les origines d'ISR et leurs différents acteurs économiques. Enfin, nous présenterons, dans la troisième section, les moyennes évolutions et les méthodes d'utilisation par les IRS et leur impact sociétal.

# Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)

## Section 01 : la définition générale de L'ISR et ses différentes approches.

ISR consiste à intégrer de façon systématique et tractable des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à la gestion financière, L'ISR favorise une économie responsable en incitant les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) à prendre en compte des critères extra-financiers lorsqu'elle sélectionnent des valeurs mobilières pour leurs actifs financiers. Alors dans cette section on explique avec une façon approfondie la définition générale de l'ISR et leurs approches économiques et financières.

### 1-1 La définition de L'ISR.

En juillet 2013, l'association française de la gestion financière (AFG) et le forum pour l'investissement responsable (FIR) publient une définition visant à préciser le rôle de L'ISR : « L'ISR (l'investissement *socialement responsable*) est un placement qui vise à concilier performance économique et impact sociétal et environnemental en finançant les banques et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, L'ISR favorise une économie responsable ».

Une autre définition américaine a été donnée dans un avis du comité économique et social européen (CESE); avis du comité économique et social européen sur le thème « produits financiers socialement responsables ». pour laquelle « il s'agit de produits d'épargne (comptes courants, comptes à fort rendement (CFR), livrets d'épargne, dépôts structurés), de produits d'investissement (institutions d'investissement collectif (IIC) : fonds et sociétés d'investissement; pensions et assurances (PS) : plans et fonds de pension (PFP), plans de retraite (PR), assurances-vie ou *unit linked*; *fonds thématique*), d'instruments de financement du crédit et de mécanismes de soutien financier (microcrédits, fonds de roulement, fonds de garantie mutuelle et capital-risque), qui comprennent dans leur conception des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance, sans négliger aucunement les objectifs nécessaires en matière de risques et de rentabilité financière ».<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup><https://fr.m.wikipedia.org>, consulter le 11/11/2021 à 12h30.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)**

---

Il est à préciser que les orientations de l'ISR sont, elles aussi, guidées par les convictions personnelles des acteurs. ARGANDONA et SARSA, rappellent que le principe de liberté sous-tend toute décision d'investissement. L'exercice assumé de la liberté étant le point de départ de toute relation de responsabilité, il est alors possible d'invoquer la responsabilité de l'investisseur. Au-delà de la seule maximisation de la richesse, en fonction du niveau de risque souhaité, tout investisseur a une responsabilité morale. Cette responsabilité morale s'exerce essentiellement sur le choix des banques dans lesquelles il investit, en fonction de critères négatifs (refuser d'investir dans les banques dont les activités sont jugées immorales) ou de critères positifs (améliorer le comportement des banques).

Les dimensions sociales et environnementales sont davantage appréhendées comme un critère de sélection du portefeuille d'investissement que comme motivation inspiratrice des décisions de l'actionnaire : les fonds socialement responsables ont, dans de nombreux cas, été conçus dans un souci de diversification de l'offre de produits financiers. Il semble que la majorité des gérants de fonds considère que les critères sociaux environnementaux permettent, en effet d'appréhender la stratégie bancaire sur une plus longue durée et d'améliorer la gestion des risques « on est absolument convaincu que c'est très bien moralement de bien traiter ses employés. Nous ; on pense tout simplement que c'est meilleur pour la productivité ».

Au vu de ces définitions, nous considérons désormais qu'un investissement est « socialement responsable » s'il intègre des critères non financière dans la sélection des titres de portefeuilles d'actions ou d'obligations. Que ces critères soient empreints de connotations morales ou religieuses, ou plus simplement de nature sociale ou environnementale, la recherche de la responsabilité financière n'est pas abandonnée, à l'instar des placements plus classiques.

Dans la définition que nous adoptons, l'activisme actionnarial n'apparaît pas explicitement comme un élément de l'investissement socialement responsable. Néanmoins, il est traditionnellement considéré comme une composante essentielle de la démarche des investisseurs responsables. En effet, investir en fonction de critères extra-financière introduit de nouvelles dimensions, telles que l'implication de l'investisseur et le débat entre

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)**

---

actionnaires et managers. Il faut tout de même souligner que, contrairement la situation dans les pays anglo-saxons, l'exercice engagé des droits de vote n'est pas encore, en France

A titre illustratif, dans les pays anglo-saxons, mais également aux Pays-Bas, tous les fonds qui ont une politique de dialogue avec l'entreprise sur des questions sociales environnementales sont répertoriés comme fonds socialement responsables. Néanmoins, l'activisme actionnarial constituera de responsable. L'exposé de ses caractéristiques essentielles est l'objet du point suivant.

### **1-1-2 le cas de l'activisme actionnarial**

L'activisme actionnarial traduit par la pression que les actionnaires exercent sur les banques et les entreprises afin de modifier leur comportement, n'a pas exercé sur les principes de conduite conformes aux valeurs qu'ils défendent (R et S). Trois modes d'activisme sont généralement recensés dans la littérature ; qui sont en l'occurrence le vote de résolutions contestant la politique des dirigeants, le dépôt de projets de résolutions et le dialogue permanent avec les dirigeants, il est à noter que l'activisme actionnarial relève d'une forme de contrôle de type, soit (shareholder), soit (stakeholder).

- Le contrôle de type (shareholder) s'exerce vis-à-vis de la transparence des informations sur les activités bancaires, du respect de la règle une action-une voix, de l'indépendance des administrateurs au conseil d'administration, de la séparation des fonctions de président et de directeur générale, et de l'intégration de stock-option dans les rémunérations des dirigeants, quant au contrôle de type (stakeholder) vise à mettre en œuvre des politiques sociales et environnementales plus respectueuses des attentes des parties prenantes. Les activistes ne veulent plus uniquement une meilleure performance financière, mais ils souhaitent une amélioration de la performance globale des banques.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>AGLIETTA M. *Le capitalisme de demain, notes de la fondation Saint-Simon, Paris, 1998, consulter le 12/11/2021.*

# Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)

---

## 1-2 Les différentes approches de l'investissement socialement responsable

Il est possible de distinguer plusieurs grandes approches de L'ISR parmi lesquelles nous avons choisi de présenter bienvenues les suivantes :

**1-2-1 La sélection ESG :** cette approche consiste à sélectionner les entreprises ayant les meilleures pratiques environnementales, sociales ou de gouvernance. La méthode de gestion la plus répandue en France est l'approche Best in Class qui consiste à privilégier les émetteurs les mieux notés d'un point de vue extra-financier au sein d'un secteur d'activité.

**1-2-2 L'exclusion :** l'approche dite "exclusive" est la méthode originelle des fonds ISR. à l'origine, l'investisseur décide d'exclure de son portefeuille des secteurs d'activité entiers tels que le tabac, les armes ou encore la pornographie et ainsi pratiquer une approche d'exclusion sectorielle. Cette méthode d'exclusion reste largement pratiquée dans les pays anglo-saxons. L'exclusion est marquée par un biais culturel. Beaucoup de fonds ISR excluent le nucléaire. plus récemment, se sont développées les exclusions normatives pour exclure les entreprises qui ne respectent pas les normes ou conventions internationales.

**1-2-3 L'approche thématique :** les fonds n'incluent que des banques agissant dans un secteur donné ou favorisant certaines pratiques. les investissements seront ainsi concentrés sur le développement durable tels que les énergies renouvelables, l'eau, le traitement des déchets, la santé, etc.

Cependant, que la thématique soit environnementale ou sociale, les banques doivent passer au travers d'un filtre ESG.

**1-2-4 L'engagement actionnarial (EA) :** il consiste, pour les investisseurs, à dialoguer avec les banques pour exiger une politique de responsabilité sociale plus forte et le cas échéant, à marquer leur opposition par l'exercice des droits de vote en assemblées générales. On parle également dans ce cas d'activisme actionnarial.

# **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

## **Section 02 : L'histoire et les origines de L'ISR et leurs différents acteurs.**

L'ISR c'est une histoire de plusieurs siècles, elle prend sa source au 17<sup>e</sup> siècle, sous l'influence des Quakers installés à Philadelphie, cette communauté prospère, de marchands et d'industriels refuse de s'enrichir de la guerre et de l'esclavage et décide en conséquence d'exclure de ses investissements les « industries du péché » moralement répréhensibles, le tabac, l'alcool comme les armes furent bannis. Dans cette section elle va expliquer toute l'histoire et les origines de l'ISR et leurs différents acteurs économiques.

### **2-1 L'histoire et les origines de L'ISR**

#### **2-1-1 offre historique sur L'ISR**

L'investissement socialement responsable trouve ses origines dans les convictions religieuses, les quakers installés aux États-Unis refusent d'investir dans le secteur de l'esclavage et de l'alcool, ouvrant la voie à des investisseurs religieux, mobilisés dans des actions de non-violence et de lutter contre les vices dénoncés par la bible. Développé par la congrégation religieuse américaine, le mouvement s'institutionnalise plus tardivement, au XX<sup>e</sup> siècle, avec la création des fonds éthiques. Le Pioneer Fund de Boston, créé en 1928, est considéré comme le premier fonds éthique.<sup>3</sup>

S'interdisant d'investir dans tout ce qui avait trait à l'alcool, au tabac et à la pornographie, il permet à des églises d'Amérique du Nord d'investir une partie de leurs fonds sur le marché financier, ce qu'elles avaient jusque-là refusé. La naissance des fonds « Sin Stocks » ou « action du péché » illustre l'implication progressive des églises américaines sur les marchés financiers. Aux États-Unis, l'investissement éthique est donc, dès ses origines, empreint des prises de position puritaines des communautés religieuses. Restreint aux investisseurs religieux qui excluent les « actions du péché » de leurs investissements, le mouvement reste marginal jusqu'à la fin des années 1960.

Le climat politique passionné des années 1970 marque l'événement de la version moderne de l'investissement éthique, qui trouve un véritable écho d'abord dans le mouvement d'opposition à la guerre du Vietnam, puis avec le boycott du régime de l'apartheid en Afrique du sud. La création en 1968, par l'église méthodiste, du Pax Global Fund, est une des

---

<sup>3</sup><https://fr.m.wikipedia.org>, consulté le 13/11/2021 à 13H.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)**

---

formes les plus abouties de tous les mouvements milliards, sociaux ou environnementaux. Ce fonds commun de placement, qui exclut de son portefeuille les valeurs liées à l'armement et à l'Afrique du sud, atteint une dimension bien plus importante que les fonds originels, ce qui fait qu'il est généralement comme le premier véritable fonds socialement responsable.<sup>4</sup>

A la fin des années 1980, le thème de l'environnement devient omniprésent dans le débat de société. Enjeu économique est social, il est peu intégré dans les préoccupations des investisseurs anglo-saxons. Des fonds d'investissement, dont les filtres ne sont plus uniquement concentrés sur des critères d'exclusion mais également sur des critères de sélection (essentiellement les ressources humaines et l'environnement), voient le jour. La décennie 1980 marque le développement significatif de l'investissement socialement responsable Aux Etats-Unis ralliant les investisseurs Qui attendent des entreprises et les banques à la fois une performance financière et une performance sociale et environnementale.

En Grande-Bretagne ; les investisseurs intègrent progressivement des critères sociaux et environnementaux dans leurs choix d'investissement. Néanmoins, des règles d'investissement éthique. Ce n'est qu'en 1983 que la première autorisation de création d'un fonds mutuel éthique est donnée par les autorités, permettant ainsi le lancement du premier fonds éthique britannique par FRIENDS PROVIDENT en 1984.

L'ISR n'apparaît en Europe continentale qu'au début des années 1990, grâce notamment au succès du développement durable. Les enjeux autour du développement durable offrent de nouvelles perspectives à l'ISR, qui connaît, à cette période, une véritable montée en puissance aux Etats-Unis, en partie grâce aux fonds développement durable, leur politique d'investissement est uniquement axée autour de critères de sélection appréciant la capacité de l'entreprise et la banque à distribuer de la valeur à long terme à l'ensemble de ses parties prenantes. En Europe continentale, l'investissement socialement responsable ne se développe pas sur la base de convictions religieuses ou militantes, comme ce fut le cas pour les prémices des fonds éthiques américains, mais à l'initiative de sociétés de gestion désireuses d'apporter leur expertise financière. La création des fonds développement durable a eu des conséquences très importantes pour le mouvement d'ISR, à double titre. Tout d'abord, en élargissant leur politique d'investissement à l'ensemble des parties prenantes de la banque, ils suscitent l'intérêt d'un nombre croissant d'investisseurs et, par la, l'accroissement des encours ;

---

<sup>4</sup><https://fr.m.wikipedia.org>, consulté le 20/11/2021 à 14H.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

-Ensuite, en concentrant leurs filtres sur des critères de sélection positifs, ils obligent peu à peu l'industrie à se professionnaliser et à développer des outils d'évaluation de la responsabilité sociale des banques.

- Finalement, la progression de L'ISR est marquée par quatre étapes majeures, qui témoignent de l'évolution des préoccupations des investisseurs (encadré). Parallèlement, des modifications sémantiques ont accompagné ces évolutions, favorisant les termes de fonds socialement responsables ou de fonds développement durable au détriment de fonds éthiques.

### **2-1-2 Les origines de L'SIR**

L'ISR est fondé sur la conviction que la prise en compte de facteurs sociaux et environnementaux, d'éthique et de gouvernance assure la performance financière des sommes investies à moyen et long terme compte tenu d'une meilleure appréhension des risques et d'un meilleur management.

Pour les investisseurs conventionnels, l'approche ISR correspond à une démarche qui à des fondements religieux profondément liés à leur "éthiques des affaires" dont les perspectives sont spécifiques. On pourra considérer rétrospectivement que la récente consécration de MUHAMMED Yunus, père du microcrédit constitue une approche ISR avant l'heure parfaitement adaptée à la réalité des sphères d'économies marchandes écartées des circuits de financements traditionnels dans les économies sous- développées, comme celles dites développées.<sup>5</sup>

LISR ne peut constituer en tous les cas a contrario un label d'investissement super-performant ce qui est peut-être «préjudiciable à sa généralisation», selon DANYALLES Guyatt (cf. Thèse à l'université de Bath,UK).<sup>6</sup>

Enfin, pour les promoteurs du développement durable In Cncreto, ISR marque d'évidence le signe d'apporter tout son poids l'évolution des modèles macro et micro-économiques qu'il nourrit. Une nouvelle sensibilité dans le conseil, une orientation stratégique majeure affichée par les institutions financières publiques comme privées qui

---

<sup>5</sup>Acheter vert !- un manuel sur les marchés publics écologiques, commission européen, Luxembourg, office des publications officielles des communautés européennes ; 2005-39p.(42 pages), (ISBN 92-894-8992-8) ; consulté 2010/05/13 ; « reproduction autorisé, moyennant mention de la source ».

<sup>6</sup>DanyelleGuyatt (cf. thèses a l'université de bath, UK).

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

nouveaux comportements sur toute la chaîne de valeur du producteur au consommateur qui devront internaliser le principe Pollueur-payeur.

Le développement de LISR sera en tous les cas intrinsèquement lié à la manière dont les investisseurs dans leur ensemble sur un marché financier globalisé appréhendent la donnée sociale et environnementale. Les rapports annuels du CERES indiquent clairement depuis 2005 un changement d'attitude de plus net notamment dans le secteur bancaire, véritable « colonne vertébrale » de l'économie mondiale qui prend de plus en plus au sérieux l'impact du changement climatique dans sa gestion des risques. Des progrès sont sans doute encore à faire de la part des banques en matière de transparence non seulement de leurs produits mais aussi sur leurs activités au regard de LISR et de leur engagement au titre de la RSE (responsabilité sociale des entreprises) compte tenu des dernières enquêtes de certaines associations de consommateurs dans plusieurs États membres.

Expérience montre que l'investissement socialement responsable résiste bien dans un contexte de crise financière et économique, et qu'il procure une bonne sécurité des placements.<sup>7</sup>

### **3-Les Différents acteurs de l'univers de l'ISR**

#### **3.1-Les investisseurs**

Les différents investisseurs tels que les Personnes privées, entreprises, fonds de pension, corporations religieuses, ou encore hôpitaux et universités aux États-Unis seront tournés vers l'ISR afin de répondre à leurs exigences financières et sociales. Suite à une enquête réalisée en 2005 aux États-Unis, marché à ce jour le plus développé de l'ISR, le Social Investment Forum retient essentiellement deux types de fonds qui investissent dans ce domaine.

Il y a tout d'abord Les fonds communs de placement : ces fonds sont ouverts aux particuliers sur le même modèle que leurs homologues « classiques », soit directement par

---

<sup>7</sup>Investir responsable, en quête de nouvelles valeurs pour la finance ; PHILIPPE Zaouati ; 2009-208 pages (ISBN 978-2-915752-52-6).

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)

---

l'achat de parts dans la société d'investissement, soit par l'intermédiaire de contrats d'assurance vie .De 1995 à 2005, le nombre d'actifs gérés sous ses fonds a explosé de 12 à 179 Milliards (en regard des 2,29 billions d'actifs sous gestion socialement Responsable) :c'est les émet de l'ISR qui s'est le plus développé.

Un fond commun de placement (FCP) permet la mise en commun de l'argent des investisseurs. Ceux-ci placent directement leur argent dans le fonds afin qu'il gère achetée et vende les titres sur les marchés financiers en fonction de ses objectifs ou de s'apolitique d'investissement : une forte croissance à court terme un rendement à long terme l'assurance de maintenir son capital de départ l'assurance de voir les fonds placés dansdes titres spécifiques...

Chaque investissement appelé « *porteur de titres* » détient une quote-part du fonds au prorata des titres qu'il détient sur le marché monétaire. Dès qu'un Nouvel investisseur place de l'argent dans le fonds de nouvelles parts y sont Émises.

Les fonds communs de placement permettent en quelque sorte De «mutualiser» l'argent des investisseurs. Puis il Ya Les fonds institutionnels : les investisseurs institutionnels peuvent être les banques les compagnies d'assurance les fonds de pension les fonds communs déplacement (SICAV), les sociétés d'assurance et les caisses de retraite ce sont des organismes collecteurs. En effet ils ne détiennent pas « *réellement* » l'argent, ils agissent au nom de leurs clients par le biais des contrats que ceux-ci ont souscrit. Il s'agit principalement des sociétés d'investissement, des caisses de retraite (fonds de pension), des banques et des sociétés d'assurance.

En Europe, on compte au 30 juin 2004 plus de 350 fonds communs de placement ISR disponibles pour les particuliers (hors fonds de partage, fonds réservés aux institutionnelset fonds spécialisés uniquement dans l'environnement). Néanmoins, de nombreux fonds sont dirigés par une même société de gestion et la concentration de ces dernières ne fait que s'accroître.

La tendance du marché est définitivement à l'élargissement des stratégies d'investissement et l'offre de produits proposés aux investisseurs s'enrichit en permanence. Les indices et fonds d'ISR se sont multipliés. L'année 2005 a vu la création aux Etats-Unis du premier fond indiciel coté en bourse qui réplique les performances d'indices socialement

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

responsables (un « tracker »). Une récente étude menée par Mercer Investment Consulting<sup>2</sup> a prouvé que plus d'un tiers des gérants d'actifs américains considéraient que les problématiques.<sup>8</sup>

Sociales et environnementales allaient de venir des critères d'investissement décisifs dans la prochaine décennie. De même de l'institution Qu'on n'a pas l'habitude de considérer comme socialement responsables (Goldman Sachs, Merrill Lynch ou encore se sont jointes à la pionnière de l'ISR afin d'affirmer l'importance de l'impact que les considérations sociales et environnementales pouvaient avoir sur la croissance à long terme. Parti d'une niche d'investisseurs éthiques, l'ISR concerne aujourd'hui la majeure partie des acteurs financière.

### **3.2- Les agences de notation extra-financière**

Créées à la fin des années 1990 et au début des années 2000, les agences de notation extra-financière évaluent et notent la politique de responsabilité sociale et Environnementale (RSE) ainsi que de gouvernance des grandes entreprises cotées. Leurs notations sont vendues la plupart du temps à des gestionnaires de fonds ISR.

Créées à la fin des années 1980 et au début des années 2002 ; les agences de notation extra-financière évaluent et notent la politique de responsabilité sociale et environnementale (RSE) ainsi que de gouvernance des grandes entreprises cotées. Leurs notations sont vendues la plupart du temps à des gestionnaires de fonds ISR.

Le rapide développement de l'ISR et l'intérêt croissant qu'il suscite dans toutes les sphères financières ont fait naître le besoin d'une analyse extra-financière systématique et sérieuse. Cette analyse tente de traiter méthodiquement des éléments moins quantifiables que ceux de l'analyse Financière classique.

Elle a pour but d'évaluer les engagements, les politiques mises en œuvre et les performances de l'entreprise dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance, liés à ses activités. Les agences ont chacune développé leur propre méthode qui passe, de rencontres avec les responsables et surtout de questionnaires spécifiques

---

<sup>8</sup>M. Thierry Foucault, les performances de l'investissement socialement responsable : mesures et enjeux. Majeure finance 2006.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)

---

portant sur des critères extra-financiers comme la politique des ressources humaines, les relations clients/fournisseurs/sous-traitants, la gouvernance d'entreprise, le respect des droits de l'homme etc.

Ces critères sont ensuite analysés à partir d'une grille d'évaluation propre à chaque agence qui permet de donner une note à l'entreprise. Cette note, accompagnée d'une analyse détaillée des problématiques soulevées plus haut, est destinée dans un premier temps aux investisseurs et de ces résultats. La notation est dans ce cas déclarative et répond aux besoins propres des investisseurs en adaptant son champ d'étude : on distingue « l'approche performance » qui s'appuie sur des critères positifs pour évaluer les résultats de l'entreprise dans ces domaines, l'approche « évitement » qui évalue l'implication de l'entreprise dans des secteurs que les investisseurs souhaitent exclure et enfin « l'approche risques et opportunités » qui évalue le risque de l'entreprise dans les domaines sociaux et environnementaux.

Mais ces études sont aussi de plus en plus appréciées par l'ensemble des parties prenantes (« *stakeholders* ») de l'entreprise (actionnaires, salariés, syndicats, ONG, collectivités locales) qui effectuent un contrôle permanent de la politique environnementale et sociale des entreprises. La finance « classique » elle-même, notamment représentée par les analystes « *sell-side* », porte un intérêt croissant à ce type d'analyse, avec l'idée qu'une bonne compréhension de ces risques peut pérenniser l'investissement et en assurer une meilleure rentabilité.<sup>9</sup>

Lorsque l'entreprise exige elle-même une évaluation, on parle de notation sollicitée, qui retient une spécificité française. Ce complet en matière de responsabilité sociale et environnementale qui leur permet d'en évaluer les risques et de mettre en place les politiques nécessaires à une croissance à long terme.

Ce sont d'abord les agences de notation spécialisées qui sont présentes dans ce secteur. On distingue d'une part des agences à but non lucratif - créées spécialement pour cette activité comme CAER ou bien qui ont développé ce métier plus tard comme la Fondation Ecologie Développement, et d'autre part des entreprises comme VIGEO, Avanzi, BMJR atings. En marge

---

<sup>9</sup> Revelli, C. L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives. Revue française de gestion, 39 (236), 79-92. <https://doi.org/10.3166/rfg.236.79-92>, consulté le 30/11/2021 à 15H.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)

de ces agences spécialisées, les banques ont développé des départements consacrés à cette évaluation.<sup>10</sup>

### 3.3- Les indices boursiers éthiques

Les grandes agences internationales de notation extra-financière ont noué des partenariats avec les sociétés productrices d'indices boursiers (Financial Times DowJones) pour créer des indices rassemblant les entreprises qui obtiennent les meilleures notes sur un plan environnemental ; social et de gouvernance (ESG). Ces indices sont aujourd'hui plutôt utilisés par les entreprises comme outil de communication que par la communauté financière pour construire des produits ou comme outil de comparaison des performances. Les entreprises qui figurent dans un ou plusieurs de ces indices en font mention dans leurs « Rapports extra-financiers».

Les principaux indices sont les Dow Jones Sustainability Index (DJSI) ; des indices de DowJones construits en collaboration avec STOXX Ltd à partir des Notes fournies par un évaluateur suisse SAM ; l'indice FTSE4GOOD du groupe FTSE ; alimenté par les notes de l'agence anglaise EIRIS. Viegoa  
Développé les rebaptisé ASPIEUR ozone

### 3.4- Les fonds de « privé équité »

Un fonds de « *privé équité* » dit de développement durable se distingue par son implication dans trois domaines : développer une croissance sur le long terme, respecter l'environnement et avoir une politique de ressources humaines socialement responsable. Si les deux premiers critères sont facilement remplis, il est intéressant de souligner que ce type de fond sa souvent du mal à justifier une réelle implication dans le domaine social.

Selon OLIVIER Dupont, Président du Directoire de Déméter Partner (fonds de « privé équité » spécialisé dans les énergies renouvelables), il est impossible pour des fonds de « *privé équité* », souvent caractérisés par une petite structure, de respecter l'ensemble des critères définis par les agences de rating dans le domaine social. Par exemple, on peut

---

<sup>10</sup>Banque & Marché n°74-janvier- février 2005

[www.lafinancepourtous.com](http://www.lafinancepourtous.com), consulté le 30/11/2021 à 15H45.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

difficilement parler du respect des règles de gouvernance dans une PME d'une dizaine de salariés. On sent ici une première limite de l'ISR qui instaure une série de principes généraux et trop contraignants pour ce type d'entreprise.<sup>1112</sup>

Ainsi ce type de fonds n'est-il pas classé ISR par les agences de rating. O. Dupont insiste pourtant sur l'attitude socialement responsable qu'adoptent d'eux-mêmes les salariés de l'entreprise et sur le caractère plus intuitif de cette démarche. Si l'analyse ISR d'une entreprise cible ne fait l'objet d'aucune méthode formelle et n'est qu'optionnelle dans le processus d'investissement de Déméter, bon nombre de critères sociaux sont néanmoins décisifs (équilibre des salaires au sein de la structure par exemple). En outre, c'est la perspective Originale de développement durable proposée par le fonds qui a séduit une partie des investisseurs de Déméter, comme l'assureur Médéric. Voilà qui prouve l'étendue des formes qui peut trouver dans l'ISR.

Si l'on ne pouvait omettre de parler de ce type de fonds dans un exposé sur les acteurs de l'ISR, je n'irai pas plus loin dans cette analyse et limiterai ma future étude aux fonds ISR qui investissent sur les marchés boursiers.

### **3.5- Les organismes de recherche.**

De nombreux organismes de recherche fournissent des travaux de réflexion sur le développement durable et de nombreuses études sur l'ISR, qui servent souvent de base de travail aux agences de notation. C'est le cas particulièrement de l'ORSE (Observatoire des Responsabilités Sociales de l'Entreprise) qui organise des groupes de réflexion et rassemble une documentation importante sur le développement durable.

### **3.6- FIR et EROSIF**

Le Forum pour l'investissement Responsable (FIR) rassemble des professionnels de la gestion de fonds ; des spécialistes de l'analyse sociale et environnementale ; des consultants ; des syndicalistes ; des universitaires ; des religieux ; des citoyens. Son objectif

---

<sup>11</sup>Banque & Marché n°-74-janvier-février 2005

[www.lafinancepourtous.com](http://www.lafinancepourtous.com), consulté le 30/11/2021 à 13H00.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

est de faire du lobbying auprès de diverses institutions financières pour les inciter à adopter des pratiques d'investissement responsable c'est-à-dire à intégrer des critères extra-financiers dans divers modes de gestion. Le FIR appartient à Erosif (Européen soutenable investment forum) réseau européen qui rassemble le différent mouvement national de ce type. Il existe aussi des SIF (Social Investment Forum) aux Etats-Unis ; au Canada ; en Australie ou en Asie ; à Hong-Kong. Il organise chaque année la Semaine de la finance responsable (anciennement nommée Semaine de l'ISR).

### **3.7- Novethic**

Centre de recherche et d'expertise sur l'ISR créé en 2001 ; Novethic est une filiale de la Caisse des dépôts. Grâce à ses études régulières c'est aujourd'hui la principale source de données sur l'ISR en France en termes de statistiques et d'analyse des tendances d'évolution de marché. Novethic en étudie la principale caractéristique extra-financière et évolution. Des notes permettent aux investisseurs de se repérer.<sup>13</sup>

Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES) a été créé en Janvier 2002 par la confédération générale de travail (CGT) ; la confédération française des travailleurs chrétiens (CFTC) ; la confédération française de l'encadrement (CFE)- et la confédération française démocratique de travail (CFDT).

Les syndicats membres du CIES veulent garantir aux salariés que leur épargne est investie de manière responsable ; que les entreprises dans les quelles est placée cette épargne respectent des critères sociaux environnementaux et de gouvernance de haut niveau.

Le rôle du CIES n'est pas de gérer directement les fonds d'épargne salariale mais de contrôler l'exercice de leur gestion. Ce contrôle passe par la labellisation de fonds d'investissement.

### **3.8- Les coalitions d'actionnaires**

Si l'ISR est essentiellement un marché de riche ; un nombre croissant d'investisseurs institutionnels internationaux ; dont une grande partie sont européens s'engagent dans des

---

<sup>13</sup> « Cahier des changes du label ISR soutenu par les pouvoirs publics » [www.tresor.economie.gouv.fr](http://www.tresor.economie.gouv.fr) , consulté le 15/11/2016 à 16H30.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)**

---

démarches collectives pour tenir compte des enjeux sociaux et environnementaux dans leurs placements. Elles peuvent passer par des associations qui ont un objectif précis. C'est le cas de CDP (anciennement ; « car bonDiscoure Project ») ; qui réunit plus de 525 investisseurs pesant ensemble plus de 96 000 milliards de dollars. Elle a pour objet d'inciter les grandes entreprises mondiales à tenir compte du changement climatique en les interrogeant sur leurs politiques de lutte contre les émissions.<sup>14</sup>

De gaz à effet de serre. Les réponses des 2400 entreprises interrogées sont rendues publiques. Il existe aussi une initiative pour la transparence dans les externalités. Ces investisseurs engagés participent souvent à plusieurs coalitions et ont par exemple pu adhérer à l'Enhance d' Analytics Initiative. Lancée en 2004 ; celle-ci conduisait ses signataires à affecter 5 % des commissions qu'ils versaient aux sociétés de courtage à la recherche extra-financière. Elle est depuis devenue un groupe de travail de l'ONU (principes pour l'Investissement Responsable).<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup>Banque & marché n° 74- janvier-février 2005  
[www.lafinancepourtous.com](http://www.lafinancepourtous.com), consulté le 30/11 / 2021. 17H.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)

### Section 03 : Les moyens d'évolutions et les méthodes d'utilisation par LISR et leur impact sociétale.

ISR est l'application des principes du développement durable aux placements financiers, dans ce type d'investissement permet d'établir l'ensemble des moyens et les méthodes durant cette section dans le but de financer leur projet dans l'établissement bancaire. Par la suite on va expliquer leur impacte sociétal et environnemental.

#### 1- Moyen et méthodes

##### 1.1- Construction une grille.

Les grilles multicritères ISR à caractère extra-financier utilisées par les responsables de fonds expriment la recherche d'un investissement durable plus porté sur le long et moyen terme que sur la spéculation «*courter mise*» des fonds spéculatifs (ou hedge funds). Ces grilles contribuent comme la RSE pour les dirigeants d'entreprises à être un facteur de gestion du risque car ils permettent une meilleure visibilité et prévisibilité de l'entreprise.

Hétérogènes dans un marché en croissance, ces grilles varient par secteur et selon la culture et l'expérience de chaque investisseur, institutionnel ou non, grand ou petit.

Diverses agences de notation ou rating social spécialisées proposent leur grille et classement pour aider les investisseurs à faire leur choix sur le marché. Ces grilles tendent toutes à traquer les risques spécifiques, parfois sociétaux et les pratiques bonnes ou mauvaises des entreprises visées.

Olivier Marquet de la banque belge Triodos Bank, petite structure financière de près de 1000 collaborateurs, confirme la proactivité des investisseurs éthiques comme « *l'investissement durable ne consiste pas uniquement à constituer un portefeuille de placement mais aussi à engager un dialogue avec l'entreprise, à exercer une pression sur elle afin qu'elle mette en œuvre une politique durable* »

La recherche dans le domaine n'en est qu'à ses débuts. Les principaux investisseurs ISR ont décidé de développer la réflexion analytique sur une logique d'investissement qui

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

bouleverse les habitudes en soutenant financièrement une association consacrée à l'EAI ou l'Enhance d'Analytic Initiative.

Comme tout débat sur la mesure et le type de thermomètre utilisé, la conviction des observateurs peut se résumer à la formule suivante « *reporting pertinent* ».

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

Les termes du débat sont désormais clairement posés et continueront de perdurer tant que la pertinence des indicateurs durables n'aura pas été confortée par des performances également durables malgré un contexte de mutation rapide des modèles économiques et financiers pour bon nombre d'activités et de secteurs.

### **1.2-Documenter la grille**

L'ISR repose avant tout sur les documents produits par les entreprises cibles et par conséquent sur leur rapport annuel de développement durable. En 2005, seuls 25 % des entreprises du SBF 120 ont fait vérifier partie s'expertes données en tout ou partie.

Dans ce dernier cas, on trouve 10 à 20 % d'erreurs ce qui est normal pour des données qualitatives dont la comptabilisation dépend de systèmes réglementaires hétérogènes.

Dans les années à venir, les investisseurs ISR seront sans doute de plus en plus exigeants avec le détail et la fiabilité des données et des indicateurs de suivi. Les tableaux de marche de la réalisation des objectifs proposés par les entreprises seront au centre de cette vigilance.

Les enquêtes voire des tests sur le terrain complémentaire salaire vue documentaire devraient également compléter cette vérification des engagements pris.

### **1.3-Le cas particulier du financement de projet**

Concernant plus particulièrement le financement de projet, les Principes de l'Équateur aux quels une partie grandissante des institutions financières adhèrent, constituent un facteur de réduction d'hétérogénéité des approches ISR et favorisent son ancrage concret au cœur des projets.<sup>16</sup>

Les ONG interpellent de plus en plus les banques qui financent des projets qu'elles contestent, des barrages hydrauliques aux centrales nucléaires (Centrale nucléaire bulgare Belène qui oppose la BNP et les Amis de la Terre).

---

<sup>16</sup>[https://fr.wikipedia.org/wiki/investissement\\_socialement\\_responsable](https://fr.wikipedia.org/wiki/investissement_socialement_responsable), consulter le 01 /12/2021 à 17H30.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)

---

### 2-L'impact sociétal de l'ISR

L'investissement socialement responsable est devenu un levier pour introduire la responsabilité sociale dans les banques a fin de participer a la prise de décisions ayant un impact sociale et environnemental qui soutiendra le développement de la société dans son ensemble.

#### 2.1-Différence entre l'ISR et l'investissement Conventionnel

Nous pouvons nous demander si les Fonds Socialement Responsables (FSR) sont réellement éthiques. C'est le sujet de l'étude réalisée par C. Revelli et P. Sentis, «*L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ?* » (2012). Ces derniers ont cherché à savoir s'il existait une corrélation entre un fonds dit ISR et des indices boursiers, qui représentent ici un fonds conventionnel. Pour cela, ils choisissent trois fonds éthiques à savoir :

-Le premier, Alliant Valeurs Durables, étant à l'époque l'un des leaders du marché des FSR en termes d'encours.

-Le deuxième, appartenant à la société Amundi, acteur ayant la part de marché de gestion d'actifs la plus élevée en France.

-Enfin, les eu FSR proposé par Lazard Frères gestion, Société n'étant pas spécialisée dans l'investissement responsable .Ils remarquent queles trois fonds éthiques choisis ont un degré de corrélation très élevé avec l'Euronext 100 (respectivement 0,77, 0,55, 0,56). Ceci résulte du fait que les plus fortes pondérations de ces FSR sont des actions également fortement pondérées dans l'indice.

Cependant, les auteurs prennent la précaution de nuancer leur conclusion. Ici ils ont choisi3 fonds éthiques, parmi les plus populaires, au sein de la multitude de fonds ISR existants. Leur étude permet tout de même de remarquer que dans ce marché les acteurs sont plus ou moins scrupuleux quant au choix des actifs. Ainsi, lorsque certains fonds basent leurs sélections sur le « *Best-in-Class* », d'autres préfèrent s'orienter sur le « *Least-Bad* », créant ainsi des portefeuilles proches de fonds Conventionnels.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup>[strasbourg.eu/docs/bibliotheque/memoires/2013/MGE2013/2013\\_PGE\\_castillo\\_arthur.pdf](http://strasbourg.eu/docs/bibliotheque/memoires/2013/MGE2013/2013_PGE_castillo_arthur.pdf)

<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/66-johannesburg-2002-eacute-cologie-et-finance/282-johannesburg-2002-cologie-et-finance> hhttps://intranet.em-en 2013.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

Ces derniers, peu assidus, se contentent souvent de reproduire les grands indices boursiers en surpondérant les valeurs estimées socialement responsables et sous-pondérant celles dont les pratiques sont douteuses. Pour cela elles se basent sur la notation extra-financière dont nous parlerons par la suite.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)

---

Concernant l'intégration Environnementale, Sociale, et de Gouvernance (ESG), elle s'est largement développée durant la dernière décennie et représentait plus de 48 milliards d'eurosd'actifs en 2011. Cette dernière consiste à intégrer ces trois valeurs au sein d'une gestion financière traditionnelle. Novethic (2010), explique que la principale différence entre cette pratique et l'ISR est que l'intégration ESG est soumise à moins de contraintes que son homologue en termes de normes, de transparence et de reporting, entre autres. Ceci résulte du fait que ces pratiques ne sont pas concernées par les Labels ISR mentionnés auparavant. Elles consistent finalement à intégrer quelques critères et notations extra-financiers à leurs analyses, mais souffrent d'un réel manque d'objectifs et de suivi des résultats quant à ces enjeux.

L'intégration ESG est donc plus subjective et dépend principalement de la personnalité de l'investisseur et du gérant. De ce fait, lorsque l'ISR cherche à intégrer systématiquement les trois critères, l'intégration ESG ne se base que sur un voire deux critères. Les sociétés de gestion utilisent principalement cette pratique pour répondre à des problématiques de performance à moyen-long terme, de préservation de réputation, ou à un besoin commercial, s'éloignant des valeurs de l'ISR. Ainsi, l'intégration ESG s'est fortement développée suite à la crise financière, lorsque les gérants ont réalisé que des performances modérées à court terme pouvaient être acceptables dans le but d'obtenir des performances élevées à moyen-long terme. Cependant, elle n'est pas réellement considérée comme une démarche ISR par Novethic (2012) bien qu'observée comme une bonne manière de faire de la gestion de portefeuille traditionnelle dite «*mainstream*».<sup>18</sup>

Enfin il convient également de distinguer l'ISR avec un placement de solidaire. Ce dernier consiste à investir dans des fonds qui consacrent une partie de leurs actifs à des prêts en capital à des personnes ou petites entreprises. Le but étant de financer des secteurs sous investis ou des projets solidaires, à l'instar de thématiques liées à l'habitat social, le microcrédit, l'aide à l'insertion, etc. L'investissement de partage, lui, consiste à distribuer entre 25% et 100% du bénéfice d'un placement à des associations, œuvres caritatives, ou ONG.

---

<sup>18</sup> Label Novethic, [strasbourg.eu/docs/bibliotheque/memoires/2013/MGE2013/2013\\_PGE\\_castillo\\_arthur.pdf](https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/66-johannesburg-2002-cologie-et-finance/282-johannesburg-2002-cologie-et-finance)  
<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/66-johannesburg-2002-cologie-et-finance/282-johannesburg-2002-cologie-et-finance>  
<https://intranet.em->, consulter le 07/12/2021 à 12H55.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)

---

Bien qu'étant par définition différents de l'investissement socialement responsable, ces deux placements peuvent tout naturellement en faire partie à partir du moment où ils intègrent les trois valeurs ESG. Il n'est pas non plus exclu d'investir dans un placement à la fois ISR, de partage, et solidaire.<sup>19</sup>

### 2.2-Impact réel de l'ISR

Les impacts de l'investissement socialement responsable sur l'environnement

Les entreprises dont adopter une norme ou une charte environnementales en termes de la stratégie environnementale.

En effet si l'on prend exemple de la compagnie d'assurances norvégienne Store brand choisit uniquement les firmes dont les performances environnementales relatives aux critères du WBCSD (World Business Council for Sustainable Développement) figurent dans le premier tiers relativement à la moyenne du secteur.

Dans ce contexte l'initiative GRI (Global Initiative Reporting) lancée en 1997 par le CERES ; en collaboration avec le programme des Nations-Unies pour le Développement prennent tout son sens. En effet ; elle a pour objectif de promouvoir ; de développer et de diffuser «*des directives qui permettent aux entreprises d'établir un rapport sur leurs efforts d'amélioration des conditions sociales et environnementales* ». En concertation avec une centaine de grandes firmes mondiales pilotes et d'autres parties prenantes la GRI tente d'élaborer des normes internationales en matière sociale et environnementale ; à l'instar des normes internationales financières et comptables existantes. Du fait du processus concerté et itératif d'élaboration des directives GRI ; celles-ci devraient dépasser l'inscription nationale ou régionale de certaines normes existantes et tenir compte de la complexité des problèmes d'évaluation des aspects sociaux et environnementaux.

---

<sup>19</sup>[strasbourg.eu/docs/bibliotheque/memoires/2013/MGE2013/2013\\_PGE\\_castillo\\_arthur.pdf](https://strasbourg.eu/docs/bibliotheque/memoires/2013/MGE2013/2013_PGE_castillo_arthur.pdf)  
<https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/66-johannesburg-2002-eacute-cologie-et-finance/282-johannesburg-2002-cologie-et-finance>  
<https://intranet.em-> , consulter 10/12/2021 à 14H30.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

Notons enfin qu'au-delà du processus actuel de normalisation des procédures d'information sur les aspects sociaux et environnementaux.

Notons enfin qu'au-delà du processus actuel de normalisation des procédures d'information sur les aspects sociaux et environnementaux de l'activité des firmes deux autres difficultés rendent à c'est à de encore confuse l'évaluation des performances réelles des firmes sélectionnées par l'ISR en matière environnementale et sociale : la première difficulté porte sur la pertinence des normes existantes et à venir pour évaluer la performance réelle de la firme en matière sociale et environnementale.

La deuxième difficulté à un caractère moins structurel dans la mesure où elle concerne le manque de transparence des investisseurs socialement responsables quant à leurs propres pratiques de sélection des entreprises. Cette exigence de transparence est notamment relayée par l'UKSIF (2001). Notre conviction est quel degré de parenté de cette exigence avec celles relatives aux normes de gouvernement d'entreprise devrait faciliter son adoption rapide par les fonds d'investissement.

La mise en place de normes internationales d'évaluation sociale et environnementale ; la réflexion sur la pertinence de ces normes pour mesurer les performances réelles des entreprises en matière et l'exigence de transparence des fonds d'investissement sont donc trois enjeux majeurs. On peut toutefois supposer qu'étant donné le développement actuel de l'ISR ; la réflexion va avancer rapidement dans ces trois domaines par exemple viable processus concerté et itératif propre à laGRI.

En effet ; lorsqu'une firme affiche de bons résultats en matière environnementale ; elle attire les investisseurs socialement responsables. Le prix du titre augmente ; j'jusqu'à point où les investisseurs traditionnels se retirent ; estimant que le prix du titre est surévaluer par rapport aux fondamentaux. Le prix revient donc à son niveau initial. La seule différence porte sur la structure de l'actionnariat : les actionnaires traditionnels se retirent des firmes socialement responsables ; au profit des investisseurs socialement responsables. <sup>20</sup>

Au total ; les investisseurs socialement responsables investissent dans des firmes socialement responsables et les investisseurs traditionnels dans des firmes traditionnelles. Ce

---

<sup>20</sup>[https://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2002\\_num\\_66\\_2\\_375#ecofi\\_0987](https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2002_num_66_2_375#ecofi_0987).

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

raisonnement qui suppose que l'offre et la demande de titre sont parfaitement élastiques aux prix conduit à penser que l'ISR n'a pas d'impact positif sur l'environnement.

Néanmoins ; dès lors que les investisseurs socialement responsables pratiquent les filtrages l'activisme actionnarial (voir le tableau ci-dessous) ; les firmes ; une fois sélectionnées ; subissent des pressions de la part de leurs actionnaires pour continuer dans la voie socialement responsable. De ce point de vue ; l'ISR aurait un effet positif au niveau macroéconomique ; même s'il transiterait exclusivement via les firmes déjà sélectionnées.

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)

### Les stratégies des huit premiers FSR américains

Nom du FSR	Valeur du portefeuille (en M\$)	Activisme actionnarial	Environnement	Autres critères de filtrage
Calvert Social Equity (A)	347,1	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Citizens Core Growth Fund	372,2	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Parnassus Fund	412,6	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Calvert Social Balanced (A)	554,8	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Ariel Fund	1096,0	Non	Filtres négatifs	Oui
Pax World Balanced Fund	1169,4	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Domini Social Equity Fund	1217,8	Oui	Filtres positifs et négatifs	Oui
Ariel Appreciation	1379,9	Non	Filtres négatifs	Oui

Source : tableau établi par l'auteur à partir de [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)

Nom de l'auteur : Marianne Rubinstein.

Un deuxième argument dans le même sens a trait à la capitale réputation des firmes.

Une firme peut devenir socialement responsable dans l'objectif d'attirer dans son capital un investisseur socialement responsable qui permet de labéliser l'entreprise auprès des autres parties prenantes. Comme le déclare GEORGE Furge ; vice-président chez Crédit Suisse Asset Management ; de nombreuses entreprises veulent être dans notre sélection comme BEN et JERRY ou BODY Shop sont aujourd'hui bien connues pour avoir établi leurs stratégie de communication sur leur politique sociale et environnementale.<sup>21</sup>

Un troisième argument relatif à l'effet positif de l'ISR porte sur le fait que ces investisseurs par leurs actions ont fortement contribué à créer et à alimenter le débat sur la responsabilité sociale de l'entreprise. Comme le dit DOMINI (2001; « *the demand for corporate social research by social investors has created a large amount of information about the ways in which companies affect our lives. Never before has society tracked data on the way business copes with diversity; environmental impact; community support; or host of other issues* »).

Dans l'hypothèse où les performances financières tout à fait honorables de l'ISR reconfirment ; la demande sociale des investisseurs et les réformes institutionnelles encourus laissent présager un développement massif et rapide de l'ISR ; en particulier en Europe. C'est aussi

<sup>21</sup>[https://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2002\\_num\\_66\\_2\\_375#ecofi\\_0987](https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2002_num_66_2_375#ecofi_0987) 18/07/2001.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

ce que l'on est tenté de conclure lorsque l'on établit une analogie avec le débat sur le gouvernement d'entreprise. Rappelons que ce débat est né aux Etats-Unis et s'est diffusé rapidement en Europe par trois canaux majeurs : l'arrivée massive des fonds de pension américains sur les marchés d'actifs européens ; l'élaboration de rapports par diverses organisations (l'OCDE ; les organisations patronales...) et la modification de règles publiques (par exemple la loi NRE ou quasi-publiques (par exemple ; le règlement de la COB).

Or il est intéressant d'observer que le débat sur l'entreprise socialement responsable emprunte des canaux similaires : en 2001 ; l'OCDE a publié un rapport sur ce thème ; l'Union Européenne une ligne verte (Livre vert du 18 Juillet 2001).<sup>22</sup>

En France les derniers textes de loi mentionnent le thème de la responsabilité sociale et environnementale (Loi NRE loi sur le Fonds de réserve des retraites). Cette évolution n'est pas propre à la France : de nombreux pays mettent en place une réglementation ou une incitation au reporting social et environnemental. Si Calpers en est un cas emblématique ; il n'est pas unique : par exemple l'ABI (97% du marché de l'assurance britannique) s'engage aussi sur cette voie. Cette analogie nous conduit donc à penser que la diffusion de l'athématique socialement responsable devrait être aussi rapide en Europe que celle du gouvernement d'entreprise.

Dès lors ; la question de l'impact de l'ISR sur l'environnement prend tout son sens. Comme on la voit ; l'ISR reflète les préoccupations de la société civile. Il a donc progressivement accordé une place de choix aux préoccupations environnementales. Cela étant ; son impact réel sur l'environnement est difficile à évaluer.

La clarification opérée entre l'impact sur les entreprises ciblées par les investisseurs socialement responsables et l'impact macroéconomique ; si elle met en évidence les canaux possibles de transmission de l'ISR sur la stratégie environnementale des entreprises ne permet pas d'établir d'évaluation précise. A ce stade ; s'il ne fait pas de doute que le développement de l'ISR conduise un nombre croissant d'entreprises à réfléchir sur les répercussions sociales et environnementales de leur activité ; la pertinence des indicateurs retenus par les investisseurs et l'efficacité du contrôle effectué vont constituer à l'avenir des enjeux majeurs pour que cette réflexion ne soit pas uniquement formelle mais débouche sur des avancées réelles en matière

---

<sup>22</sup> [https://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2002\\_num\\_66\\_2\\_375#ecofi\\_0987\\_18/07/2001](https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2002_num_66_2_375#ecofi_0987_18/07/2001).

## Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR)

---

environnementale.

### 2.3-Les limites de l'ISR

L'application des critères sociaux dans le processus de sélection d'un FSR se heurte à certaines limites quant à la performance financière des portefeuilles et quant à leur valeur éthique. Aussi ; J. Rockness et F. Williams ; (1998) affirment que la multiplicité des limites limite le travail de gestionnaire de portefeuille et le rend complexe.

La gestion de fonds devient plus coûteuse que celle d'un fonds traditionnel poussant les gérants à s'adresser à des agences spécialisées au lieu de faire une collecte directe ; trop coûteuse ; aux accusations de certaines parties prenantes.

Une deuxième limite porte sur le statut des informations sociétales. L'univers de la comptabilité s'ouvre davantage aux domaines du social et de l'environnement. Cette nouvelle forme de comptabilité devient une branche à part entière de l'activité des banques. En France, jusqu'à l'entrée en vigueur en 2001 de la loi sur les nouvelles régulations économiques ; la diffusion des informations sociétales ne relevait que de la bonne volonté des entreprises. Dans la majorité des pays développés, une législation contraint désormais la diffusion. Néanmoins ; cette réglementation ne délimite pas clairement les champs à couvrir, ce qui cause un manque d'homogénéité dans la mesure de la responsabilité sociétale des banques.

Une troisième limite est relative à la valorisation des informations sociétales par les marchés financiers. Au cœur des marchés financiers efficients les investisseurs utilisent l'intégralité des informations financières dont ils possèdent pour prendre leur décision d'investissement. Qu'en est-il des informations sociétales diffusées par les banques (point d'interrogation à ajouter) en 2002 le Pasquero montre que les investisseurs intègrent ces informations au moment de leurs décisions d'investissement. Néanmoins ; il reste délicat de conclure quant à la valorisation des informations sociétales par les marchés financiers. Ce manque de consensus persiste encore et ce ; malgré les très nombreuses études portant sur le sujet et qui feront l'objet de la prochaine section.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup>Pasquero (2002), [https://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2002\\_num\\_66\\_2\\_375#ecofi\\_0987](https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2002_num_66_2_375#ecofi_0987)

Bouchra Lahmeur .l'analyse de performance financières des fonds socialement responsable en France. Juin 2009.

## **Chapitre I : La présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque(ISR)**

---

### **Conclusion**

Nous avons tenté à travers le présent chapitre d'exposer dans un ensemble mble cohérent les instruments les plus usités pour le type d'investissement socialement responsable par la banque.

Alors on conclut dans ce chapitre que L'ISR favorise une économie responsable en faveur d'un développement environnemental et social durable. C'est un indice révélateur d'une motivation de changement. D'après ce que nous voyons, nous sommes à la croisée des chemins entre " l'ancien mode" et un univers plus responsable. Les règles sont parfois trop peu drastiques. Les sociétés étant par nature concentrées sur leur profit et les fond étant construits pour rapporter, tout n'est que compromission.

# **Chapitre I : la présentation générale de l'investissement socialement responsable par la banque (ISR).**

---

**Introduction :**

L'investissement socialement responsable est un enjeu majeur aujourd'hui. Alors nous présenterons dans ce chapitre les grands principes d'enjeux actuels de ces investissements.

Le présent chapitre est subdivisé en trois (03) sections :

La première expliquera clairement la définition d'une norme minimale de LISR et les méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux, nous exposerons aussi , dans la deuxième section , la transparence et la communication des ISR ,enfin, nous présenterons dans la troisième section , la rentabilité et le cout de l'ISR et la création de l'univers d'investissement.

**Section 01 : la définition d'une norme minimale de LISR et les méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux et leur particularité.**

Dans cette section nous présenterons clairement la définition d'une norme minimale et leur objet dans L'ISR au niveau d'établissement bancaire et les différentes méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux et leur particularité.

**1.1. La définition de la norme minimale de LISR.**

La définition d'une norme minimale serait une grande avancée pour le marché des investissements socialement responsables pour plusieurs raisons :

Premièrement, cette norme permettrait de protéger les consommateurs de fonds soi-disant socialement responsables, évitant ainsi, les pratiques de greewanshig.

Deuxièmement, cette norme ainsi, définie permettrait au gouvernement d'influencer sur la demande en proposant des traitements favorisant la participation dans ce genre de produit. Incitants fiscaux, fonds de compensation ou encore éco chèques, autant de possibilités qui permettraient d'augmenter les encours investis dans l'ISR. Antoine Fian Estime que 'il 'agit- là d'un enjeu essentiel de ce type d'investissements : augmenter le volume des encours par tous les moyens possibles pour sensibiliser le grand public.

Selon Olivier Jérusalem, la définition d'une norme minimale, doit impérativement passer par une cotation légale objectivée des banques afin d'harmoniser les critères extra-financières minimums et de ne tolérer aucune supercherie issue de conflit d'intérêt. Il estime que cela pousserait le marché à être plus vertueux dans son ensemble et à globalement présenter de meilleurs comportements. <sup>1</sup>

A.Cyrol souligne encore que la norme minimale permettrait au gouvernement d'encourager l'usage des investissements socialement responsables chez les particuliers et les institutionnels, a travers notamment les fonds de pension ISR, le marché Belge n'en possédant plus aucun actuellement.

---

<sup>1</sup>CAPRON M. & QUAIREL-LANOIZELEE F. *Mythes et réalité de l'entreprise responsable : acteur, enjeux, stratégie*, 252pages, Editions la découverte, Paris ? (2004).

**1.2. Les méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux.****1.2.1 La standardisation de l'information non-financière.**

Repose sur le fait de pouvoir assigner à des valeurs éthiques des indicateurs non-ambigus.

Une uniformisation des pratiques est donc souhaitable à l'instar de ce qui s'est fait dans le domaine de l'évaluation financière.

**1.2.2 L'acquisition de l'information sur les entreprises et banques tout comme sa structuration entraîne un coût.**

Sans cette information, l'investissement responsable dans les banques cotées est impossible. Le coût d'une expertise varie selon la taille de la banque et la norme d'expertises impliquées.

Tous les investissements n'adhèrent pas nécessairement à la même hiérarchie des valeurs.

La question se pose de manière cruciale pour les multinationales qui sont confrontées à des cultures différentes dans lesquelles les termes "éthique" ou "responsable" ne réfèrent pas aux mêmes contenus et ne véhiculent pas les mêmes attentes.

**1.2.3 Coté entreprise, l'émergence de standards permet de connecter les efforts là où les changements de comportement auront le plus d'effet sur les résultats des évaluations.**

Plus les indicateurs standardisés des investisseurs sont opérationnels, plus les entreprises tiennent compte de la réalité qu'ils sont censés traduire.

**1.3. Les particularités de L'ISR**

Les investisseurs sont confrontés à un profil de risques différent des autres investisseurs du fait de la taille de l'univers ISR.

Certains secteurs sont ainsi sous-représentés dans les indices ISR (le secteur pétrolier par exemple) ou en sont exclus.

Un autre biais est lié à la taille des capitalisations boursières au sein du portefeuille. Les grands groupes sont, en effet, surpondérés dans les portefeuilles ISR puisqu'ils sont davantage impliqués dans la mise en place d'une stratégie de développements durable.

Sur le marché européen de l'ISR, les courtiers offrent des services d'analyses et de recherche couplés à leurs mandants de gestion.

La recherche permet de mutualiser les coûts sur l'ensemble des fonds. Les frais de gestion sont en effet élevés pour les fonds ISR, du fait des coûts de recherche. Les courtiers s'imposent comme une source d'information complémentaire à celles des agences de notation, à celles des entreprises (à travers les bilans sociaux, les rapports annuels...) et à la différente source d'informations (partenaires sociaux...)<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>Loiselet E. (2000), '*L'investissement socialement responsable : genèse, méthodes et enjeux*' *L'économie politique* n°7.

**Section 02 : la transparence et la communication.**

Cette section permet d'expliquer la transparence et la communication et leur rôle dans l'investissement socialement responsable au niveau d'une banque.

**❖ La transparence et de la communication des stratégies des gérants de portefeuilles.**

Afin d'attirer les investisseurs et épargnants au-delà des institutionnels, les fonds ISR doivent jouer la transparence sur les stratégies qu'ils adoptent. L'épargnant devrait pouvoir juger régulièrement des titres qui composent le fonds afin d'identifier si ces derniers sont en adéquation avec ses choix d'investissement et s'ils correspondent réellement à l'image donnée et communication que par le fonds. La communication sur les stratégies doit être détaillée en termes d'allocation d'actifs et de pondération et rendue publique sur plusieurs périodes, afin d'estimer si le fonds désigné ISR respecte bien le label en vigueur. Le code de transparence ISR proposé par LAFG et le FIR en 2012 et mis à jour en 2013 va dans ce sens, puisqu'il contraint l'ensemble des fonds ISR ouverts au public à « améliorer la lisibilité et la transparence de la démarche des fonds ISR vis-à-vis des investisseurs, épargnants et de toute autre partie prenante ». Ces démarches devraient aujourd'hui être harmonisées à travers les marchés pour permettre aux scientifiques et praticiens de parler le même langage.

**Appliquer un principe de sanction ?**

Nous avons vu que certains pays ont adopté des labels internes et codes de transparence afin de faciliter l'information auprès des investisseurs et du grand public. Mais faut-il aller encore plus loin, en autorisant à sanctionner les manquements et dérives à ces obligations d'information ? La gestion ISR doit engager un respect strict des stratégies et méthodes en vigueur, et ce non-respect entraîne déjà selon certains pays des possibilités de sanction. C'est le cas de l'Australie qui prononce des sanctions en cas de fausse divulgation d'informations. Mais certaines sanctions vont déjà au-delà de la fausse divulgation, et condamnent le non-respect des stratégies ISR (allocation et choix des titres au sein des portefeuilles).<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup>UNEP Finance Initiative, & United Nations global Compact. (2006). *Principe pour investissement responsable*. Consulté à l'adresse [www.unpri.org](http://www.unpri.org), consulter le, 12/03/2016 à 18H45.

Pax World Management, l'un des premiers investisseurs éthiques et membre des PRI, a été condamné pour avoir investi dans des sociétés non compatibles avec l'éthique prônée dans le prospectus officiel du fonds (celui-ci faisant foi). Pour l'instant en France seul le décret d'application de la loi Grenelle 2 de 2012 oblige à la transparence et non à la prise en compte systématique de critères extra-financiers. Mais il s'étend à l'ensemble des fonds d'investissement. Ceci est un début intéressant dans une perspective de développement de LISR. Mais faut-il réellement « *manier le bâton* » pour que les principes ESG soient pris en compte et respectés ? La base du volontariat par l'adhésion aux PRI ne paraît plus un gage suffisant pour qu'un acteur prenne réellement en considération les enjeux éthiques, environnementaux, sociaux et de gouvernance.

**Section 03 : la rentabilité et le cout de LISR et la création de L'univers d'investissement.**

Nous exposerons dans cette section la gestion de rentabilité et le cout de l'ISR et leur création de l'univers d'investissement bancaire.

**3.1. La rentabilité et le cout de LISR.****ISR : investissement rentable ?**

*Le rendement de ISR est-il supérieur ou inférieur celui des investissements traditionnels : les partisans des deux idées s'affrontent régulièrement. Analyse des arguments des uns et des autres.*

Une question récurrente lorsque l'on parle DISR est celle de la rentabilité des investisseurs.

Les uns affirment que les fonds éthiques s'avèrent moins rentables que les placements classiques et s'appuient pour ce faire sur les arguments selon les quels d'une part, l'ISR engendre des frais supplémentaires du fait d'un univers d'investissement réduit par rapport a celui des investissements classique.

A l'opposé, d'autres démontrent que l'ISR procure un meilleur rendement que les fonds traditionnels car, premièrement, la banque socialement responsable gère mieux ses risques, ce se répercute sur sa structure de couts et améliorer sa rentabilité, deuxièmement , la RSB contribue améliorer l'image de la banque et engendre des lors un impact positif sur ses résultats, troisièmement, les banques incluses dans les fonds éthiques réduisent leurs couts d'accès au capital en attirant les investisseurs qui se focalisent sur les critères sociaux, éthiques et environnementaux. Ainsi, il est indéniable que le filtrage entraine un cout. Les gestionnaires de fonds l'estiment généralement à 15 à 16 (points de base) qui se répercutent nécessairement sur la rentabilité du fonds.

Un point de base correspond à un centième de pourcent. Donc 1% vaut 100 points de base. Les points de base servent à mesurer l'évolution des taux d'intérêt sur les marches financières. Ainsi, dans le cas qui nous occupe ici, les gestionnaires de fonds estiment que le filtrage entraine un sur coté équivalent à 0,16% c'est-à-dire que si le cout de gestion à 2%, avec le filtrage il s'élèverait à 2,16%.

D'autre part, il est vrai que LISR entraîne des implications quant à l'univers d'investissement : plus le filtrage socialement responsable n'est strict, plus l'univers DISR se réduit par rapport à un univers d'investissement traditionnel. Logiquement ; cela entraîne une perte d'opportunités d'investissement. Toutefois, pour pallier cet inconvénient, « les institutionnels adaptent LISR à leurs besoins, en travaillant uniquement sur une base de filtrage négatif (il est généralement aisé de délimiter les activités, de la banque ou secteurs dans lesquels on ne veut pas placer de capitaux) ou en investissant selon des critères positifs mais unidimensionnels. » en outre, « un cercle vertueux se crée lentement, par lequel de plus en plus de sociétés dépendent aux critères extra-financiers et élargissent ainsi le nombre de banques socialement responsables présentes dans les indices, même traditionnels ».

L'approche de la responsabilité sociale est également analysée par certains comme une approche des risques d'investissement, dans la mesure où une banque dont le comportement social et environnemental n'est pas adéquat présente davantage de risque qu'une autre. À l'univers, ISR favorise la protection de l'environnement, les énergies renouvelables, l'équité sociale, la gouvernance bancaire ; autant de facteurs qui, sur la durée, sont susceptibles de diminuer les risques et de créer une plus-value. La question de la performance de LISR ne peut donc se poser en termes de résultats à court terme mais doit s'analyser dans une perspective de long terme dans laquelle la gestion des risques prend toute sa mesure.

Par ailleurs, l'enquête menée par le réseau financement alternatif pour son rapport sur l'ISR 2005 démontre que « 87,7% des institutionnels s'engagent dans l'ISR pour favoriser l'image de marque et la réputation de leur institution ». Le cas Nokia est connu : le management s'est engagé dans une démarche socialement responsable pour inciter les consommateurs à choisir cette marque pour leur téléphone mobile, notamment. L'objectif poursuivi était clairement d'améliorer les résultats commerciaux et la rentabilité bancaire.<sup>4</sup>

Ensuite, les investisseurs socialement responsables adoptent généralement une démarche proactive. Ils offrent ainsi une meilleure disponibilité de fonds aux banques engagées dans une démarche sociale, éthique et environnementale. Ces derniers, en disposant de ressources aisément disponibles, diminuent leurs coûts d'accès au capital.

---

<sup>4</sup>Alexandra Demoustiz, Françoise Radermacher - *L'investissement socialement responsable en Belgique – rapport 2005, RESEAU FINANCEMENT ALTERNATIF, page 91.*

Mais à côté de tous ces arguments qui tentent d'affirmer que LISR engendre une rentabilité accrue par rapport aux investissements classiques, il convient aussi, par souci d'exhaustivité, de jeter un regard critique sur les études empiriques qui mènent ces conclusions.

D'abord, il faut se rappeler qu'à ce jour, aucun cadre juridique ne délimite la notion d'investissement socialement responsable et, partant, le concept de fonds éthique. Ainsi, « aux États-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. Selon les règles d'usage européennes, par contre, le filtrage négatif ne constitue pas à lui seul une condition suffisante pour considérer un investissement, et a fortiori un portefeuille, comme socialement responsable.

La définition étant généralement plus stricte chez nous, l'encours ISR y est également proportionnellement inférieur. » La comparaison entre les fonds éthiques européens et ceux d'outre-atlantique n'en est pas facilitée.

Par ailleurs, la rentabilité d'un investissement doit s'analyser sur le long terme. Or, en Europe, ISR est encore récent, surtout au niveau des investisseurs institutionnels. Il convient donc d'adopter une attitude prudente quant à l'historique pris en compte dans ces études et de vérifier s'il permet de tirer des conclusions probantes.

En outre, certains fonds ISR comportent seulement un pourcentage de titres bancaires ayant adopté une démarche sociale et environnementale. À contrario, rien n'empêche des banques socialement responsables d'être incluses dans les corrigés avant toute comparaison entre LISR et les investissements traditionnels.

Enfin, il ne faut pas oublier que l'ISR par la banque est encore un marché niche, dans lequel certains secteurs demeurent surpondérés. Or il est plus aisé de respecter les critères environnementaux, par exemple, dans le secteur des télécommunications que dans la chimie ou l'industrie lourde. Cela a un impact sur le rendement ISR.

Si les arguments en (dé) faveur d'une amélioration de la rentabilité de LISR par rapport aux placements traditionnels ont dû être nuancés, si par ailleurs, il convient d'adopter une attitude prudente quant aux résultats des études empiriques menées sur le sujet, il importe de poser directement la question aux professionnels de la finance éthique (assésés managers, chercheurs, consultants).

Ceux-ci estiment généralement que la rentabilité de LISR est comparable à celle des investissements classique. C'est d'ailleurs ce qui ressort de l'enquête menée par le réseau financement alternatif dans le cadre de son rapport ISR 2005 : près de trois-quarts des institutionnels interrogés. Estiment que la rentabilité de LISR est satisfaisante. *« Moins de 10% des personnes interrogées marquent une réelle insatisfaction de la performance ISR. Notons, toutefois, qu'il s'agit ici, principalement de fonds de pension, que l'on retrouve également dans la catégorie " bilan prématuré" ».*

*Ainsi, « cen'est pas pour des raisons financières de rentabilité ou de gestion du risque les institutionnels s'engagent dans LISR. Ainsi, moins d'un tiers des institutionnels attendent que LISR participe à la minimisation du risque par rapport à un investissement traditionnel et moins d'un professionnel sur cinq compte améliorer le rendement de ses actifs grâce à l'investissement socialement responsable ».*

Par contre, un investisseur institutionnel belge sur deux considère que la rentabilité d'un portefeuille ne peut être détériorée du fait de placements socialement responsables. Cette position est logique, dans la mesure où, quelle que soit leur nature (fonds de pension (FP), compagnie d'assurance (CA)), les investisseurs professionnels ambitionnent de faire fructifier les avoirs de leurs clients et, partant, de maximiser le rendement de leurs investissements.

Donc, les investisseurs ne s'engagent pas dans LISR pour enregistrer un rendement financier supérieur à celui qu'offre les fonds d'investissement traditionnels mais veulent cependant en obtenir une rentabilité suffisante, c'est-à-dire comparable à celle des placements classiques. Autrement dit, la rentabilité financière de LISR n'est pas une finalité mais plutôt une contrainte à prendre en considération par les gestionnaires de fonds.

Le réseau financement alternatif est un réseau pluraliste de sensibilisation et de solidarité en matière d'éthique financière et sociale.

Son but est promouvoir, par un travail d'éducation permanente, l'éthique et la solidarité dans les rapports à l'argent afin de contribuer à une société plus juste et plus humaine.

A cet effet ; les axes de travail du réseau financement alternatif sont :

Informé et sensibiliser le public afin de favoriser l'éthique et de la solidarité dans les rapports à l'argent et être instigateur de débats, initiateur de réflexions et développeur de

pistes novatrices en matière de finance éthique et solidaire ; promouvoir le développement de nouveaux outils et mécanismes financiers à caractère éthique et solidaire, inciter les différents acteurs économiques investir de manière responsable et financer grâce aux produits solidaire sur lesquels le réseau financement alternatif est partenaire, des projets développés par des organisations poursuivant le même objet.<sup>5</sup>

### **3.2. La création de l'univers d'investissements**

La question qui se pose est de savoir, si les univers d'investissements socialement responsable par les banques répondent réellement aux attentes des consommateurs.

Il est existé de nombreuses polémiques concernant la création de ces univers. Cette section décrit les plus courantes.

#### **3.2.1 Résultat non différenciant**

Lorsqu'on regarde de près la composition d'un univers d'investissement ISR et qu'on le compare à un univers d'investissement traditionnel, on peut vite être surpris par la similitude entre les deux. D'autant plus si la méthodologie utilisée est celle du « best-in-class », comme le sont 75% des fonds.

En comparant l'indice ISR ASPI eurozone au cac40, par exemple, on retrouve 80% de similitude. Comme estime Stéphane Prévost, directeur générale de la finance responsable, dans l'analyse de Hennion (2011), il s'agit « .... Un non-sens du point de vue d'une gestion de conviction ; cela ne répond pas aux attentes du client en matière d'ISR ».

Dans la majorité des cas, la méthodologie utilisée ne permet pas d'obtenir un portefeuille différenciant. Et quand elle le permet, les résultats sont tout aussi étonnants.

#### **3.3.2. La gestion des produits structurés et des ETF (exchange traded funds).**

En outre sur les 340 fonds ISR commercialisés sur le marché financière, plus de 75% d'entre eux sont construits à l'aide de produits structurés. Les experts du réseau financement

---

<sup>5</sup>Alexandra Demoustiez, Françoise Rdemancher- *l'investissement socialement responsable en Belgique- rapports 2005, réseau financement alternatif, page 81.*

alternatif s'accordent à dire que de tels fonds ne peuvent être considérés comme socialement responsables. Ceci s'explique en raison de la présomption à garder en portefeuille des options jusqu'à échéance même si la banque est sujette à une controverse. A ce propos, geertheuninck souligne, en effet, que bien que ce soit possible, il est rarissime de prendre la position inverse sur une option, car cela coute très cher.

En revanche, la KBC, exclut de son univers d'investissement les échanges traded funds (ETF). SEDLACEK (2007) estime également que l'utilisation des produits dérivés et des ETF doit être bannie des ISR.

### **3.3.3. Méthodologie non adaptée à tous les secteurs.**

La création de l'univers d'investissement est le fruit d'une méthodologie de screening souvent identique pour tous les secteurs. On peut alors se questionner sur la cohérence à classer les institutions bancaires selon leurs émissions de CO2 ou leur gestion des déchets plutôt que l'allocation de leurs actifs ou les produits qu'elles proposent...

Lorsque nous avons parlé de cet enjeu avec geertheuninck, il nous a dit qu'en effet, nous étions visionnaires, car ils préparent une nouvelle méthodologie adaptée aux secteurs financière et aux assurances pour les années à venir.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup>SAW-B. *Evaluation de l'impact social : de quelques clarifications et craintes.* A IN <http://www.saw-b.be/spip/-analyses>, consulter le 02/02/2013 à 19H.

**Conclusion :**

Les ISR par les banques financières regorgent d'enjeux qu'il importe de dénicher afin de bien comprendre le marché qui les entoure. On constate que les enjeux sont très hétérogènes est qu'il n'est malheureusement pas possible de les analyser tous en profondeur. Néanmoins, nous estimons que cette section fera naître réflexion puisqu'elle contient sinon les éléments bancals des ISR au moins les sujets de controverses.

Nous avons choisi d'analyser davantage le troisième enjeu soulevé par les experts belges de l'ISR, autrement dit, la question de la rentabilité et des coûts.

## **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

### **Introduction**

Ce chapitre introduit un lien entre l'investissement socialement responsable (ISR) et la performance financière ou boursière. Une méta-analyse, la première dans les champs de recherche selon la méthode expérimentale de HEDGES et OLKIN (1985) est ainsi menée sur un corpus empirique regroupant 61 études. Les résultats observés tendent à prouver que l'éthique n'a pas de coût financier et génère une rentabilité similaire à celle de l'investissement conventionnel. Nous observons également que les choix empiriques effectués par les auteurs influencent considérablement la nature de la performance financière de l'ISR.

Le présent chapitre est subdivisé en trois sections :

La première expliquera clairement les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière, nous verrons par la suite, dans la deuxième section, la démarche de méta-analyse, enfin nous présenterons dans la troisième section, l'influence des variables modératrices sur le lien ISR de la performance financière.

## **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

### **Section 01 : les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de littérature empirique.**

Dans cette section nous allons voir clairement tout les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière au niveau de la banque et leur analyse statistique de littérature empirique.

L'ISR, nouvelle forme d'investissement intégrant le respect des valeurs éthiques, de protection de l'environnement, d'amélioration des conditions sociales ou de gouvernance, attire de plus en plus l'intérêt des investisseurs institutionnels et privés ainsi que ceux du monde académique. Historiquement, les placements dits « éthiques » sont les premiers à voir le jour dans les années 1920 et excluent de leur sélection les sociétés orientées sur des activités immorales. Les placements « socialement responsables » apparaissent à la fin des années 1980 aux USA et en Grande-Bretagne) et adoptent une technique dite « d'inclusion ». Des analystes extra-financiers internes aux sociétés de gestion (buy-side) ou externes (sell-side) évaluent les sociétés sur des critères dits ESG (Environnement, Social, Gouvernance), permettant ainsi l'intégration des meilleures entreprises au sein des portefeuilles de gérants. Certains placements appelés « thématiques » peuvent privilégier une des trois approches inclusives (environnementale, sociale, gouvernance). L'ISR peut également prendre la forme d'un engagement ou d'un activisme actionnarial, exigeant des entreprises une politique de responsabilité sociale et environnementale plus forte via un dialogue direct et l'exercice des droits de vote en assemblées générales.

En l'absence de consensus de la communauté scientifique sur la définition de l'ISR, nous retiendrons la définition large proposée par A. renneboog pour qui « l'ISR applique, à la différence des investissements de type conventionnel, un jeu de filtres d'investissement pour sélectionner ou exclure des actifs basés sur des critères écologiques, sociaux, de gouvernance d'entreprise ou encore éthiques, et s'engage également dans la communauté locale et dans l'activisme actionnarial ». D'un point de vue scientifique, les travaux sur l'ISR portent principalement sur la recherche de sa rentabilité financière.

Autrement dit, ils cherchent à comprendre si ce type d'investissement ne présente pas de coût financier comparé à un investissement traditionnel. L'ISR agit de manière plus efficace sur la performance financière et boursière, Plusieurs études empiriques ont tenté de démontrer un lien de causalité entre l'effet de la mise en place de critères extra-financiers dans les processus d'investissement et la performance financière des fonds socialement

### **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

responsables ou indices éthiques ou ISR, apportant chacune un éclairage spécifique sur cette relation.

Il en ressort aujourd'hui un manque de consensus évident sur le lien entre le fait d'investir de manière socialement responsable ou éthique et la rentabilité financière que cela procure. Certaines études soutiennent que l'ISR peut générer une rentabilité financière supérieure à celle de fonds ou d'indices conventionnels et ne possède donc pas de coût financier. D'autres recherches mettent en évidence un sens de causalité négatif, stipulant que l'ISR est destructeur de valeur et procure des performances inférieures à celles d'investissements conventionnels. Enfin, un dernier groupe d'études conclut sur l'impact neutre ou non significatif de l'ISR sur la performance.

La littérature scientifique traitant de l'effet de l'ISR sur la performance financière présente donc un aspect empirique fort mais peu d'auteurs ont tenté d'en synthétiser et d'en interpréter les résultats. A ce jour, seules quelques <sup>1</sup>revues de littérature scientifique ont été publiées ainsi que deux études institutionnelles regroupant un certain nombre de recherches académiques. Néanmoins, peu d'entre elles utilisent un corpus empirique aussi large que la recherche proposée qui recense un panel de 75 études empiriques et 161 expérimentations réalisées sur la période 1972-2009.<sup>2</sup>

La définition de la période d'observation correspond aux travaux pionniers de S. Moskowitz sur la performance financière de l'ISR, sachant que la majeure partie des études empiriques prises en compte dans cette recherche se situe dans la tranche 1990-2009 correspondant à la réelle période d'institutionnalisation de l'ISR au sein des marchés financiers. Aucune n'a déterminé s'il existe ou non des biais méthodologiques différents selon les études et les différents impacts de l'ISR observés. Le but de cet article est donc de démontrer si le lien entre l'ISR et performance financière existe et si la nature de ce lien est contingente à la méthode de recherche employée par les auteurs.

Cette revue offre un intérêt théorique important, dans le sens où elle apporte une contribution significative au débat sur la performance financière de l'ISR en étant la première à explorer la littérature sous un angle encore inobservé à ce jour. Nous souhaitons mettre en avant le fait que l'analyse statistique est indispensable pour bien comprendre le rôle joué par

---

<sup>2</sup><http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm> , consulter le 03/04/2018 à 20H30.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

les méthodes de recherche empiriques employées par les auteurs dans les différentes recherches sur la performance financière de l'ISR.

D'autre part, cette recherche a un impact considérable sur le plan managérial. Si nos travaux démontrent que l'ISR a un impact positif sur la performance des investissements, cela signifie que l'épargne a intérêt à s'orienter vers les entreprises qui pratiquent ce mode de gestion. En conséquence, ces entreprises auront un accès facilité aux ressources financières et verront leur coût de financement baisser. La connaissance de l'impact financier des démarches de développement durable est donc un rouage essentiel de leur adoption et diffusion.

Ainsi, l'idée qui sous-tend la démarche d'adoption de critères ISR par les entreprises est que celles « *qui respectent le mieux cet ensemble de critères doivent permettre un développement durable de l'entreprise, et, à terme, amener de meilleurs résultats que dans celles obsédées par une vision court-termite* ». Selon l'étude publiée par l'ADEME en 2010, l'ISR est un levier de création de valeur de l'entreprise et un facteur fondamental dans la performance. Selon les résultats fournis par l'enquête, « *92% des analystes et gérants ISR interrogés estiment qu'une entreprise qui s'engage à avoir une attitude socialement responsable fait preuve d'une meilleure gestion du risque environnemental et social. Pour 83%, la maîtrise de ce risque a ou aura un impact positif à long terme, tant sur la situation économique de l'entreprise que sur son parcours boursier* ».

Tout d'abord, les fondements théoriques de la performance financière de l'ISR seront explicités et une synthèse de la littérature empirique sera développée. Ceci permettra de dégager des hypothèses émergentes, qui seront testées au travers d'une méthodologie quantitative consistant à croiser au sein de tableaux de contingence les différents impacts de l'ISR (positif, négatif ou neutre) avec l'ensemble des critères méthodologiques communs à l'ensemble des études composant le corpus empirique traité.

### 1.1- Fondements théoriques de la performance financière de l'ISR

Le champ de recherche sur la performance financière de l'ISR se caractérise par la présence exclusive d'études empiriques dont les fondements théoriques sont très implicites. Effectivement, il est compliqué pour les chercheurs d'ancrer leurs travaux au sein d'un référentiel scientifique. Mais il y'a cependant diverses raisons explicatives à la performance de l'ISR, positives ou encore négatives.

### **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

Les opposants de l'ISR trouvent leurs arguments dans la théorie moderne du portefeuille. Selon eux, l'ISR réduit les opportunités d'investissement et offre de facto une capacité de diversification beaucoup moins importante de par les contraintes de sélection et d'exclusion qu'il s'impose.

Or, selon cette théorie, un portefeuille, pour être efficient doit être bien diversifié. Il devrait en résulter des performances plus faibles que celles d'un investissement traditionnel, la frontière efficiente de l'ISR se situant donc sous la frontière de S. Markowitz.

Cela rejoint la théorie de Clow qui affirme que l'ISR, par son approche sélective, provoquerait un biais sectoriel en se restreignant à un plus petit nombre de secteurs d'investissement, augmentant ainsi son risque tout en diminuant sa rentabilité. Néanmoins, il convient de pondérer ces affirmations car la théorie moderne du portefeuille et le principe de l'efficience des marchés peuvent être remis en question dans le cas de l'ISR. Etant donné que la frontière efficiente regroupe les portefeuilles efficients dans un cadre espérance-variance, il est possible d'admettre que dans certains cas l'ISR puisse offrir une meilleure rentabilité que certains portefeuilles conventionnels.

Si le gestionnaire de portefeuille applique une gestion active à son portefeuille en surpondérant les actifs ISR car il pense que ces derniers sont performants, il peut espérer une rentabilité supérieure à celle donnée par la frontière d'efficience dans le cadre d'une gestion « passive », où la réduction de l'univers de placement réduit les gains de diversification.

Un second argument, proposé par la prise de position de Milton Friedman dans son livre *Capitalisme and FREEDROM* ou dans l'article paru dans le *New York Times Magazine* en 1970 a pour but de critiquer fortement les adeptes de la responsabilité sociale des entreprises et donc de l'ISR. Selon lui, il n'existe pas de comptabilité entre investir de manière socialement responsable et profitabilité. La seule responsabilité sociale qui puisse prévaloir est celle d'augmenter les profits de l'entreprise.

La prise en compte des préoccupations sociales et environnementales dans la politique de l'entreprise génère des coûts supplémentaires externes qu'il faut internaliser et qui provoqueront irrémédiablement une perte de la valeur de l'entreprise et de son action. P. Rudd (1981) affirme également que l'introduction de contraintes au sein des portefeuilles

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

d'investissement (dont les contraintes sociales et environnementales) pourrait également jouer un rôle négatif sur leur performance.<sup>3</sup>

Enfin la théorie des « coûts » de l'ISR est aussi avancée pour expliquer la sous-performance de l'ISR par rapport aux investissements conventionnels. Selon P. rudd, toute transaction génère des coûts représentés soit par une commission de courtage soit par les dépenses engagés pour poursuivre ou exclure certains blocs d'actions dans la sélection des portefeuilles. C'est ce que « Luther et al » définissent comme « *monitoring costs* » ou coûts de surveillance. Ainsi, les critères de filtrage ISR diminueraient sur le long terme la liquidité moyenne des actifs (et augmenteraient donc l'impact du marché sur chaque future transaction) et provoqueraient également une gestion d'actifs plus complexe et plus chère car générant plus de recherche pour savoir si un titre satisfait ou non les critères ISR. L'ensemble de ses coûts diminueraient à terme la performance.

A contrario, l'ISR bénéficie d'apports théoriques qui tendent à prouver que ce type d'investissement peut être générateur de valeur. C'est le cas de l'activisme actionnarial ou de l'ISR orienté sur des critères de « *Gouvernance* », soutenus notamment par les thèses constituant la théorie des parties prenantes. Ainsi, selon J. Igalens point « l'approche par les parties prenantes permet de créer la valeur

Cette affirmation peut être vérifiée dans le cas de l'activisme actionnarial, où les parties prenantes « *actionnaires* », par la pression qu'elles exercent sur les entreprises, permettent de modifier les comportements de ces dernières en les orientant sur les valeurs qu'elles défendent. Le rapport direct de l'actionnaire avec le système de gouvernance de l'entreprise, l'influence qu'il peut avoir dans les décisions ainsi que la demande d'attention immédiate permettent une prise en compte rapide de ses exigences.

Cela se répercute plus rapidement sur le prix de ses actions, comme le prouvent notamment les trois études de « Gompers et al. (2003), J.E. Core et al. (2006) Et Smith (1996) » avec l'exemple des entreprises ciblées par le fonds de pension américain activiste CalPERS, qui voient le prix de leur action augmenter dès lors qu'elles ont accepté les résolutions de structure de leur gouvernance. D'autres facteurs positifs de performance sont proposés par différents auteurs. C'est le cas de « l'effet d'apprentissage » présenté par Bauer et al. , pour qui l'ISR aurait tendance à sous-performer à court terme des investissements dits conventionnels, puis à réduire cet écart à moyen terme jusqu' à l'inverser à long terme. Un

---

<sup>3</sup><http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm> , consulté le 20/14/2014 à 11H45.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

horizon « long terme » serait donc facteur de performance pour l'ISR. Enfin la théorie de l'effet d'information développée par E. Kurtz affirme également que l'ISR génère de la valeur à terme, dans le sens où la « notation extra-financière peut être interprétée comme le reflet d'une certaine maîtrise des risques auxquels est confrontée l'entreprise.

Dès lors, 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 appelés à terme à surperformer leurs concurrents ». À l'inverse, les entreprises ne prenant pas en compte ce type d'intérêts s'exposent à un risque plus élevé de faillite et de retrait des capitaux par les investisseurs.

Il convient donc de bien distinguer la nature des arguments théoriques avancés, notamment en termes d'influence de l'ISR sur les caractéristiques de l'investissement. Il apparaît en effet deux logiques différentes : l'une où l'investisseur agit sur les caractéristiques de l'investissement en étant actif (activisme actionnarial) et l'autre où il ne peut pas agir sur ces caractéristiques tout en restant actif sur la gestion de son portefeuille (stock-picking). Dans le cadre de l'activisme actionnarial, l'investisseur participe activement à la gestion et l'évolution de l'entreprise pour améliorer ses performances, tandis que dans le cadre d'une gestion active e portefeuille, l'investisseur ne peut pas modifier les caractéristiques de l'investissement et n'intervient à aucun moment dans la gestion de bancaire.<sup>4</sup>

### 1.2 Validations empiriques des apports théoriques et influence de la méthodologie dans l'interprétation de la performance financière de l'ISR.

La diversité des résultats des différents travaux empiriques ne permet pas de conclure à une performance négative ou positive de l'ISR par rapport à un investissement conventionnel, comme le démontre le tableau ci-dessous.

Performance positive de l'ISR	
Fondements théoriques	Validations empiriques
Activisme actionnarial et prise en compte des parties prenantes comme facteur de surperformance (théorie des parties prenantes)	Opler et Sokobin (1995) – Smith (1998) – Hillman et Keim (2001) – Gompers et al. (2003) – Barnett et Salomon (2006) – Core et al. (2006)
Horizon « long terme » comme facteur de surperformance (« effet d'apprentissage »)	Cummings (2000) – Bauer et al. (2005, 2006) – Barnett et Salomon (2006) – Pages (2006) – Kempf et Osthoff (2007) – Ziegler et al. (2007) – Galema et al. (2008) – Derwall et Koedijk (2009)
Niveau de RSE élevé comme facteur de surperformance (« effet d'information »)	Moskowitz (1972) – Cohen et al. (1997) – Plantinga et Scholtens (2001) – Derwall et al. (2005) – Guenster et al. (2005) – Kempf et Osthoff (2007) – Galema et al. (2008) – Gillet (2008)
Performance négative de l'ISR	
Fondements théoriques	Validations empiriques
Coûts externes de la RSE comme facteur de sousperformance (théorie néolibérale de Friedman)	Vance (1975) – Geczy et al. (2003) – Brammer et al. (2005) – Chong et al. (2006) – Gillet (2008) – Hong et Kacperczyk (2009)
« Moindre diversification » et réduction de l'univers d'investissement comme facteur de sousperformance (théorie moderne du portefeuille)	Girard et al. (2007)
Coûts financiers de l'ISR comme facteurs de sousperformance (coûts de transaction et frais de gestion)	Luther et al. (1992) – Tippet (2001) – Bauer et al. (2006) – Kreander et al. (2005) – Saadaoui (2009)
Caractéristiques endémiques à l'ISR	
Biais de style : orientation sur des portefeuilles ISR sur des actions de petites entreprises « small caps » (« effet de taille ») et sur des titres « value » plutôt que des valeurs de croissance (« Growth Stocks ») afin d'éviter des secteurs d'activité tels l'armement ou les nouvelles technologies	Luther et al. (1992) – Luther et Matatko (1994) – Gregory et al. (1997) – Statman (2000) – Schröder (2004) – Miglietta (2005) – Scholtens (2005) – Bauer et al. (2006)

<sup>4</sup><http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm>, consulter le 03/042017 à 10H15.

## **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

Par ailleurs, l'analyse de la littérature empirique confirme que l'ensemble des fondements théoriques relevés ont pu être validés séparément selon des méthodologies empiriques spécifiques (période, taille de l'échantillon, mesure de performance financière utilisée...). Certaines caractéristiques propres de L'ISR.

Sont mises en avant comme des facteurs pouvant influencer la performance (orientation de l'ISR sur des petites entreprises et sur des titres plus propices à générer la performance à long terme plutôt qu'à court ou moyen terme), mais encore une fois, ceci dépend de grandement de la méthode de recherche utilisée. Ainsi, plusieurs biais méthodologiques peuvent modérer la nature de la relation causale entre ISR et performance financière.

Selon E. Kurtz, « les analystes ont étudié la performance des fonds ISR et des indices en utilisant beaucoup de méthodes et des jeux de données différentes et aucune étude n'a encore montré un coût de l'ISR sur une base ajustée de risque ». Les résultats d'études académiques traitant de la performance de l'ISR doivent être considérés avec prudence. J.VERMIER et AL. Friedrich mettent en avant le fait de prendre en compte les caractéristiques de la méthodologie dans l'analyse de la performance de l'ISR comme des modérateurs.

### **1.3 Emergence d'hypothèses clés**

Il convient dans un premier temps de définir quels sont les critères méthodologiques pouvant intervenir dans la relation causale ISR / performance financière afin d'affiner nos hypothèses de recherche. Face à ce vide scientifique la recherche effectuée se veut résolument exploratoire. Les hypothèses posées peuvent ainsi être renforcées selon les différents critères méthodologiques définis par la littérature.

«J. DERWALL et Al », Ainsi que GALEMA et Al. Affirment que la performance financière de l'ISR peut être influencée par la mesure de performance financière employée. Une performance mesurée par une rentabilité brute et des statistiques issues d'un cadre moyenne-variance n'aura certainement pas le même impact qu'une performance mesurée de manière plus précise par des modèles de type mono factoriels ou multifactoriels. Aussi, nous émettons l'hypothèse suivante:

**Hypothèse 1:** la mesure de performance financière utilisée à un effet sur la relation ISR et la performance financière observée.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

Par ailleurs, la famille d'investissement peut agir comme modérateur de la performance de l'ISR. Dans leurs travaux, « Hutton et al. Et D'Antonio et al », Démontrent qu'un ISR orienté « obligation » ou (diversifié) peut surperformer un ISR orienté « action ». La performance de l'ISR peut varier selon le degré de risque des supports de placement au même titre que les investissements plus conventionnels. Un placement, qu'il soit ISR ou non, reste sensible au risque financier, qu'il soit spécifique ou systématique. Une nouvelle hypothèse peut donc être formulée :

**Hypothèse 2:** la famille d'investissement ISR étudiée a un effet sur la relation ISR / performance financière observée.

La durée d'observation est également un facteur pouvant influencer la nature de la performance de l'ISR. P. CORGE et Al, (2006) ainsi qu'Amenc et Le Sourd (2008) démontrent empiriquement que plus la durée d'observation est longue, plus les résultats doivent être significatifs et l'effet de l'ISR sur la performance observée positif ou négatif plutôt que neutre. Par ailleurs, BAUER et Al. (2005) affirment que plus l'effet d'apprentissage est long, plus la performance de l'ISR est similaire voire positive comparativement à celle d'un investissement traditionnel. Une nouvelle hypothèse émerge alors :

**Hypothèse 3:** a durée de la période d'observation étudiée a un effet sur la relation ISR / performance financière observée.

Par ailleurs, la performance de l'ISR est certainement plurielle. Il n'existe pas un type de performance mais plusieurs : performance des titres ISR, des indices ISR, des portefeuilles ISR composés de titres ou fonds ISR ou encore performance des gérants ISR. Il est compliqué de comparer la performance d'un ISR orienté sur des fonds communs de placement à celle d'un ISR (Indice) ou à celle de titres notés sur des bases de notation ISR. Le (stock-picking) des gérants ISR (performance des gérants) ainsi que la performance des titres ISR à proprement parler vont entrer en ligne de compte et ainsi offrir des résultats probablement variables.

Nous pensons donc que comparer des combinaisons différentes de produits ISR permettra d'observer des performances divergentes. H. diltz, (1995) démontre dans ses travaux que la performance de l'ISR diffère selon que l'on observe des fonds ISR déjà existants ou que l'on constitue ses propres portefeuilles ISR à l'aide des notations des analystes extra-financiers. L'hypothèse suivante est ainsi posée :

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

**Hypothèse 4** : la méthode de comparaison de données (type de performance) employée a un effet sur la relation ISR / performance financière observée.

Enfin, un ISR « thématique », c'est-à-dire centré de manière spécifique sur l'un des trois critères ESG (environnement, social ou gouvernance) ou sur une méthode d'inclusion (Best in Class) ou d'exclusion n'apportent pas les mêmes conclusions en termes de performance. L'ensemble des travaux autour d'un ISR thématique « *Gouvernance* » ou orienté sur l'activisme actionnarial ont montré dans plusieurs cas C. OPLER et SOKIBIN, 1995 ; Smith, 1996 ; J. HILLMAN et D. KEIM, 2001 ; GOMPERS et al, 2003) une surperformance par rapport à un investissement conventionnel. V. BUTZ (2003), L.J.R. SCHOLTENS (2005), J. DERWALL et al. (2005) ainsi que N. GUENSTER et al, (2005) apportent des conclusions similaires sur un ISR thématique « *Environnement* ». Nous pouvons ainsi émettre le postulat suivant:

**Hypothèse 5** : l'approche thématique ISR utilisée a un effet sur la relation ISR / performance financière observée.

Les études empiriques relevées dans la revue de littérature proposée expérimentent toutes un ou plusieurs marchés ISR et un échantillon expérimental d'une taille précise et définie. Nous entendons ici par « Marché ISR » une zone géographique d'investissement précise des placements ISR, en fonction de la stratégie adoptée et de la culture d'investissement (marché européen plus orienté sur une approche RSE et donc ESG, et marché américain plus proche des investissements appliquant des critères d'exclusion dits « éthiques ».<sup>5</sup>

Certains types de marché, de par leur caractère historique (marchés anglo-saxons) auront certainement tendance à développer un effet d'expérience plus important et donc une performance différente de celle des marchés ISR plus jeunes ou émergents. Il en est de même pour le critère de taille de l'échantillon expérimental étudié. Nous nous attendons à observer une performance plus significative des échantillons de grande taille dû à l'effet diversification et une présence moins forte d'éventuels biais sectoriels au sens de « Clow (1999) », Mais face au manque de soutien académique concernant ces deux variables, le postulat qu'elles peuvent jouer un rôle explicatif dans l'impact de l'ISR sur la performance financière est posé. De nouvelles hypothèses, émises sous forme de questions, peuvent ainsi être formulées pour ces deux critères méthodologiques :

---

<sup>5</sup><http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm> , consulter le 12/07/2011 à 9H40.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

**Hypothèse 6:** le marché ISR a étudié un effet sur la relation ISR / performance financière.

**Hypothèse 7 :** la taille de l'échantillon expérimental a un effet sur la relation ISR / performance financière.

Enfin, le postulat selon lequel le type de publication des travaux empiriques peut influencer sur la performance financière de l'ISR doit être posé, afin de déterminer si les résultats peuvent être influencés ou modérés selon qu'ils ont été publiés ou non dans des revues académiques. Selon R. Laroche (2007), « plusieurs études ont ainsi montré que certaines revues académiques avaient tendance à un certain degré de publication sélective en ne retenant à la publication qu'un certain type d'études, notamment celles qui présentent des résultats statistiquement significatifs. Dès lors, une synthèse de la littérature qui s'appuierait uniquement sur les études publiées pourrait s'avérer biaisée en faveur d'études présentant des effets empiriques plus larges qu'ils ne sont réellement ». Ainsi, une nouvelle hypothèse sous forme de question peut être formulée :

**Hypothèse 8:** le type de publication a un effet sur la relation ISR / performance financière

La section suivante détaille la méthodologie servant à tester l'ensemble de ces hypothèses.

### 2. Méthodologie de la recherche

#### 2.1- Définitions des variables dépendantes et indépendantes

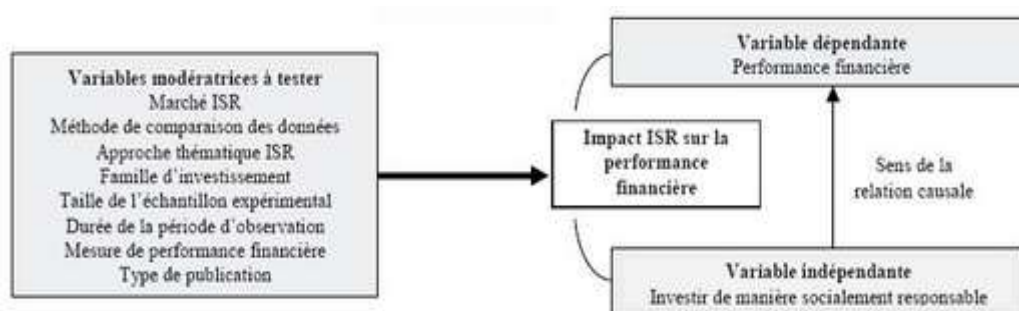
Dans la présente recherche, la variable indépendante (explicative) se caractérise par le fait d'investir de manière socialement responsable et la variable dépendante (à expliquer) par la performance financière d'un point de vue de marché. La variable explicative doit se caractériser, dans le cadre d'une recherche expérimentale, par la comparaison d'un groupe expérimental « *présent* » (placements investis de manière socialement responsable) et un groupe de contrôle « *absent* » (investissement conventionnel). La causalité née de la relation entre ces deux variables se traduit par une variable nommée « *Impact ISR sur la performance financière* ». Les études qui composeront le corpus empirique devront respecter la définition de ces variables.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

### 2.2 Définition des variables modératrices à tester

Les variables modératrices représentent dans ce cas les variables externes influant sur l'intensité du lien entre investir de manière socialement responsable et la performance financière ou boursière.

L'ensemble des études empiriques qui composeront le corpus expérimental devra respecter la relation inter-variable présentée dans le schéma ci-dessus.



### 2.3 Définition d'un corpus empirique selon les catégories de variables définies

Un corpus empirique de 75 études statuant sur le lien ISR / performance financière et utilisant des méthodologies quantitatives différentes a été créé. Toutes ces études ont été recensées par une recherche sur plusieurs bases de données informatiques (ABI Inform, EBSCO, Econlit, Science Direct), conjointement à une vaste recherche manuelle utilisant les bibliographies de chaque étude. Les travaux composant le corpus empirique se définissent par eux-mêmes comme étudiant « *l'investissement socialement responsable* » ou « *éthique* » et traitent de l'intégralité des définitions de l'ISR, qu'il soit inclusif, exclusif, thématique ou orienté sur l'activisme actionnarial.

### 2.4 Définition de la méthode d'analyse statistique

Pour chaque expérimentation composant le corpus empirique, un croisement entre les impacts de l'ISR (positif, négatif, neutre) observés sur la performance financière et l'ensemble des variables désignées dans la section précédente a été effectué, et ce par l'utilisation de tables de contingence. Si la nature de l'impact ISR ne dépend pas de la variable méthodologique désignée, cela signifie que nous devrions retrouver une répartition égale des trois types d'impact.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

En revanche, si la nature de l'impact ISR dépend de la variable méthodologique désignée, elle devrait être plus concentrée sur un seul type d'impact. Par exemple, si la taille de l'échantillon n'a pas d'impact sur la performance financière, nous devrions retrouver 1/3 des études qui utilisent un échantillon de petite taille observant un impact négatif de l'ISR sur la performance, 1/3 observant un impact neutre et 1/3 observant un impact positif.

Si, en revanche, 90% des études qui utilisent un échantillon de petite taille obtiennent un impact négatif de l'ISR sur la performance, nous pouvons conclure raisonnablement que la petite taille de l'échantillon a un effet négatif sur la performance de l'ISR. L'écart entre la répartition égale et la répartition observée est calculé par la distance du  $\chi^2$ , (plus cette distance est grande, plus la variable a de l'influence sur la performance de l'ISR). L'intensité de cette influence sera ensuite démontrée par l'interprétation du coefficient V de Cramer (plus le coefficient de variance approche de 0 plus l'influence de la variable est considérée comme faible, tandis qu'un coefficient proche de 1 démontre une forte influence de la variable). Pour ce faire, chaque variable modératrice identifiée est déclinée selon différentes dimensions ou modalités représentatives de l'ensemble du corpus et chaque expérimentation est codée selon ces dimensions. Les traitements statistiques ont été réalisés à l'aide des logiciels SPSS et STATA.<sup>6</sup>

### 3. Résultats empiriques

L'ensemble des résultats empiriques statistiques sont répertoriés ci-dessous.

Nos résultats sont classés selon deux catégories : ceux générant des intérêts pratiques et concrets pour les entreprises et les investisseurs, et ceux se situant plus dans un apport méthodologique et théorique.

#### 3.1- Conséquences managériales de la recherche

Les résultats montrent dans un premier temps que l'impact ISR observé par les chercheurs varie selon la mesure de performance financière employée, confirmant ainsi H1. Les études utilisant des mesures de performance standards telles les rentabilités moyennes brutes, présentent plus systématiquement un impact positif de l'ISR sur la performance financière.

Lorsque ces mesures de performance sont ajustées au risque (modèles mono factoriels type « *ALPHA de Jensen (1968, 1969)* », R.TREYNOR (1965) ou modèles multifactoriels type

---

<sup>6</sup><http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm> , consulter le 13/01/2010 à 12H30.

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

« *FAMA-French (1993)* » ou « *B. Carhart (1997)* » et qu'elles présentent une forme plus complexe, il est plus difficile de trouver un écart de performance significatif et l'impact de l'ISR s'en retrouve majoritairement neutre.

Ces résultats montrent que la prise en compte du risque réduit la performance des entreprises adoptant des critères ISR. Ce résultat semble indiquer que les entreprises ayant adopté des critères ISR sont, soit en moyenne plus risquées que les autres, soit elles ne semblent pas avoir mis en place une gestion des risques plus performante (du point de vue financier) que les autres.

Ce résultat semble aller à l'encontre de la littérature managériale sur le sujet qui montre que la prise en compte de critères ISR conduit à une meilleure gestion des risques aboutissant à une meilleure performance financière (W. SHARFMAN et FERNANDO, 2008 font une revue de cette littérature). Cela peut provenir du fait que la gestion des risques sociaux et environnementaux est maintenant devenue une pratique commune à l'ensemble des entreprises.

En effet, comme le montre l'enquête menée par G. Hoffmann (2007), la plupart des entreprises européennes ont intégré les risques environnementaux dans leur gestion des risques (embauche de spécialistes, développement d'outils spécialisés et de modèles spécifiques, mise en place de stratégies de gestion de ces risques, diversification, flexibilité, couverture, assurance...). Par ailleurs, il n'existe pas de relation réellement significative entre un impact ISR négatif observé et l'utilisation de l'une des mesures de performance financière utilisées par les chercheurs, hormis pour les mesures de market-timing G. HENRIKSSON et MERTON, 1981 ; R. TREYNOR et MAZUY, 1966, confirmant que ces dernières ne génèrent pas de création de valeur.

Le croisement entre l'impact ISR observé sur la performance et la variable « famille d'investissement » ne permet pas de confirmer H2. Il est possible toutefois d'admettre qu'un ISR orienté sur des supports « obligataires » apparaît plus systématiquement dans le cadre d'un impact ISR positif sur la performance financière. Ce résultat a des conséquences sur le choix par l'entreprise financière d'un financement par dette ou par capitaux propres, puisque si l'ISR obligataire surperforme l'ISR « *action* », alors les entreprises « éthiques » auront tout intérêt à privilégier un financement par dette plutôt que par capitaux propres. Néanmoins, il est très important de pondérer les interprétations à suivre du fait d'une présence quasi exclusive des expérimentations « *action* » (125 sur 161 soit 78%) au sein du corpus

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

empirique, confirmant que les entreprises éthiques ont tendance à privilégier aujourd'hui un financement par capitaux propres. Ceci est confirmé par le modèle théorique développé par Girerd-Potin et al. (2006). Ces derniers montrent que, si les gestionnaires prennent en considération un critère éthique dans leur choix de portefeuille, les entreprises avec les meilleures notes ISR recourent de manière privilégiée au financement par fonds propres alors que les entreprises les moins éthiques préféreront la dette bancaire.<sup>7</sup>

Le croisement entre l'impact ISR observé et la variable « durée de la période d'observation » a été effectué en créant plusieurs catégories de période et dans le but de reproduire des intervalles homogènes qui respectent les notions de court terme, moyen terme et long terme. Cette interprétation permet de confirmer H3 puisque les durées « court terme » (-5 ans) et « moyen-long terme » (10 et 19 ans) sont respectivement liées à une performance négative et neutre de l'ISR. L'ensemble de ces observations confirment la théorie d'apprentissage de Bauer et al. (2005, 2006) Selon laquelle l'ISR sous-performe à court terme l'investissement conventionnel avant d'obtenir des performances similaires à moyen terme.

L'augmentation progressive de la légitimité de l'entreprise Deephouse, 1996 ; B. HOFFMAN, 1999 ; B. JENNINGS et ZANDBERGEN, 1995 ; G. KASSI NIS et VAFEAS, 2002 ; C. SHARMA et HENRINQUES, 2005 » permet également une augmentation de la performance de l'entreprise respectant les critères ISR grâce à l'amélioration des liens avec les parties prenantes.

L'hypothèse H4 émet le postulat qu'orienter son approche ISR sur une thématique définie (Environnement, Social ou Gouvernance) permet d'observer des natures de performance financières de l'ISR différentes. L'analyse des résultats permet de confirmer cette hypothèse de manière significative. Ainsi, une approche environnementale de l'ISR génère majoritairement un impact positif sur la performance financière. Ce résultat confirme la thèse de la convergence entre la performance économique et environnementale. « Hart (1995), à la suite de « Porter et Van der Linde (1995) », analyse comment, à travers la réduction des coûts et l'innovation, la performance environnementale peut être une source de compétitivité.

Dans une perspective dynamique, LARSON .B (2000) s'appuie sur l'analyse schumpetérienne pour expliquer comment les entreprises qui sont obligées d'adopter de nouvelles perspectives (ici le respect de l'environnement) deviennent plus entrepreneuriales et

---

<sup>7</sup><http://www.cairn/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm> , consulter le 28/05/2014 à 08H45.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

finissent par découvrir de nouveaux produits et services ce qui les rend plus performantes à moyen et long terme. La prise en compte du facteur environnemental dans la stratégie de l'entreprise a également pour effet de diminuer le coût de la dette de l'entreprise et d'améliorer les notations de crédit et de solvabilité comme le soulignent R. BAUER et HANN (2010). Ces derniers constatent que les entreprises américaines ayant les préoccupations environnementales les plus fortes empruntent moins cher sur les marchés et bénéficient d'une note de solvabilité plus élevée que les entreprises délaissant les enjeux environnementaux.

Une approche thématique de l'ISR sur le critère de « Gouvernance » (activisme actionnarial) permet également d'observer une performance financière positive, ce qui confirme les fondements théoriques développés par la théorie des parties prenantes en p.5. Ces résultats confirment l'importance de la mise en place d'un gouvernement d'entreprise en adéquation avec les différents droits et attentes des stockholders (et plus largement stakeholders) dans un but de développement de la performance économique et financière (Smith, 1996 ; W. HILLMAN et KEIM, 2001 ; « GOMPERS et Al, 2003 » ; « Brown et CAYLOR 2004 » ; « CORE et Al. 2006 »).<sup>8</sup>

### 3.2 Conséquences méthodologiques de la recherche

Au-delà des intérêts managériaux relevés précédemment, notre étude génère également plusieurs conséquences méthodologiques.

Les résultats issus du croisement entre « impact ISR observé » et la variable « méthode de comparaison de données » permettent de dégager une forte dépendance entre un impact ISR positif observé et les études utilisant une méthode de construction de portefeuilles ad hoc comme échantillon expérimental.

En effet, les auteurs élaborant des portefeuilles socialement responsables (PSR) selon des critères éthiques définis par des sociétés d'analyse extra-financière observent principalement un effet positif de l'ISR sur la performance financière. Mettre en balance des PSR au scoring élevé avec des PSR au scoring faible permet d'observer que ces premiers ont tendance à surperformer les seconds. Il en va de même pour des comparaisons de PSR avec des indices conventionnels. A contrario, les expérimentations comparant les performances de FSR déjà existants avec des indices boursiers ISR ou conventionnels concluent à un impact négatif de l'ISR sur la performance financière.

---

<sup>8</sup><http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm> ,consulter le 15/11/2015 à 16H20.

### **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

Il est donc possible de confirmer pour le cas de cette variable l'hypothèse H5 en spécifiant cependant que construire ses propres portefeuilles socialement responsables sur des critères éthiques permet d'observer plus facilement un effet positif de l'ISR que lors de l'analyse de fonds ou indices socialement responsables déjà existants. Cela peut avoir plusieurs significations. Soit les gérants ISR ne montrent pas de capacité ou d'habileté à sélectionner les « bonnes » valeurs ISR puisqu'ils n'obtiennent pas de surperformance. Soit les titres ou FSR déjà existants ne sont pas si éthiques qu'ils le prétendent. Soit il est possible de douter de la véracité des études où les chercheurs élaborent leurs propres portefeuilles, puisqu'il est difficile d'envisager que ces derniers puissent faire mieux que les gérants ISR. Cela pourrait impliquer que les auteurs de ces travaux s'orientent sur des stratégies telles le datamining (optimisation de la gestion d'un portefeuille à partir de prévisions boursières) ou la sélection ex-post de titres les plus performants.

Il est néanmoins possible d'admettre que les chercheurs puissent être dans certains cas plus performants que les gérants, puisqu'il est avéré que ces derniers ont utilisé ou utilisent encore les modèles issus de la théorie. Certains chercheurs auraient pu exploiter certaines failles mises en évidence par les erreurs des gérants et ainsi faire évoluer leur modèle et leur théorie. Il est donc concevable qu'ils aient la capacité de mettre en évidence des critères sous-jacents de la performance que n'ont pas décelés les professionnels.

D'autre part, plusieurs tendances apparaissent dans le croisement entre l'impact de l'ISR observé sur la performance financière et la variable « marché ISR », permettant de répondre positivement. Le marché ISR américain joue un rôle modérateur important sur une performance financière positive de l'ISR par rapport aux groupes de contrôle étudiés. Il est également possible d'admettre un lien de dépendance fort entre les marchés ISR français et canadien et l'observation d'un impact neutre de l'ISR sur la performance. Enfin, l'observation des marchés anglais et européen indique de manière plus fréquente une performance financière négative de l'ISR. Ces écarts de performance peuvent être justifiés par le fait que ces différents types de marché n'abordent pas l'ISR selon une même approche (à préférence « exclusive » dans le cadre du marché ISR américain et à préférence « sélective ou inclusive » dans le cadre des marchés européens de l'ISR).

Une dépendance existe également entre l'impact de l'ISR sur la performance financière observé et la taille de l'échantillon expérimental, confirmant l'hypothèse H7. Il est intéressant d'observer dans le cas de ce croisement que les échantillons de petite taille (-20) sont plus souvent associés à un impact neutre de l'ISR. Par ailleurs, les études évaluant

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

destitres à grande échelle sur des ratings sociétaux existants (100 à 499 ou plus de 500) sont liés de manière plus intense à un effet positif de l'ISR.

Enfin, l'hypothèse H8 peut être confirmée, puisque les chercheurs observent plus facilement des impacts ISR positifs sur la performance financière dans le cadre de travaux publiés sous la forme de workingpapers et des impacts ISR neutres dans le cadre d'actes de colloques et de congrès français. A contrario, les travaux publiés dans des revues scientifiques anglo-saxonnes (hors thématique financière) observent plus d'impacts neutres et négatifs qu'attendu. Ainsi, deux possibilités apparaissent : soit ces revues filtrent les résultats, soit elles ne sélectionnent que les travaux ayant une réelle rigueur méthodologique et scientifique. Il serait intéressant, dans le cadre d'une recherche future, d'observer également si l'orientation des revues répertoriées (méthodologique, idéologique...) peut avoir une influence sur la nature de l'impact ISR observé sur la performance financière.

Le tableau ci-après synthétise les relations entre variables et décrit quelles dimensions méthodologiques conduisent à observer une performance financière positive, neutre ou négative de l'ISR, permettant ainsi la création de typologies d'impact ISR.

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

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

### **Section 02 : la performance de L'ISR : une méta-analyse.**

Nous présenterons dans cette section une démarche de la méta-analyse et leurs outils d'analyse sur la performance financière dans L'investissement socialement responsable au niveau de la banque algérienne.

#### **1. la démarche de la méta- analyse**

L'analyse des fondements théoriques de l'écart de performance entre investissement SR et conventionnel démontre qu'il n'y a pas de consensus sur l'existence et le sens de cet écart.

Une analyse approfondie de la littérature empirique nous semble donc utile pour mieux comprendre quels sont les liens entre éthique et création de valeur.

L'idée centrale de la méta-analyse est d'agrèger des études présentant des résultats variés et contradictoires afin de les interpréter de manière commune. Cette méthode permettra l'estimation d'un lien explicatif entre variable dépendante (performance financière) et en opposant au sein d'une recherche expérimentale le groupe expérimentale (placements ISR) au groupe de contrôle (placements conventionnels).

Nous reprendrons ainsi le processus méthodologique à respecter pour effectuer une méta-analyse, c'est-à-dire la collecte, la sélection et le codage des études empiriques, l'évaluation d'une grandeur d'effet (métrique commune) pour chaque étude, l'estimation d'une grandeur d'effet commune (tendance centrale) et la recherche éventuelle de modérateurs en cas d'hétérogénéité des grandeurs d'effet.

Dans un souci de compréhension pour le lecteur, le choix s'est orienté sur la présentation de la méthode au fur et à mesure de son déroulement puis sur l'examen des résultats.

#### **2.1. Collecte et codage de l'ensemble des études déjà existantes sur la question de recherche.**

La matière première constituant la méta-analyse étant les études existantes sur un domaine de recherche spécifique, il s'agit d'explorer de manière large et minutieuse celles

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

que pourront faire l'objet d'analyse et d'interprétation. Deux étapes distinctes sont requises : la collecte puis le codage des études empiriques.<sup>9</sup>

Dans un premier temps, une exploration exhaustive des bases de données informatisées et des bibliothèques en ligne « *économique-gestion* » a été effectuée. Ainsi, les moteurs de recherches tels que scopus, ABIInform/ Proquest, JSTOR, EBSCO, science direct, Emerald, Cairn, Springer Link ou Wiley-Blackwell (IAROCHE et SOULEZ 2010) ont été utilisés pour obtenir la version intégrale des articles. D'autres bases telles que social science citation index (SSCI), econlit, doge, curent contents, management contents, journal of economic littérature offrent des accès plus limités (références et résumés des études) néanmoins elles peuvent constituer un complément d'information. Enfin, une recherche complémentaire a été effectuée sur les moteurs de recherche internet tels que Google scholar, Google books, econpapers ou SSRN. Il convient également d'explorer l'ensemble des bibliographies de chaque étude jusqu'à aboutir au phénomène de « *saturation* ».

Seules les études permettant la comparaison de rentabilité boursière de groupes ISR et de groupes non ISR ont été sélectionnées au sein du corpus empirique. Ces études peuvent prendre la forme de publications scientifiques anglophones ou francophones, de communications dans des conférences internationales, de working papers ou d'études institutionnelles.

Pour IAROCHE et SOULEZ (2010), « *l'étape suivante consiste à créer une grille de codage* ». Cette phase permet de rassembler les études préalablement recensées sous des critères communs tels que les conditions expérimentales ou méthodologiques de chaque étude, la nature des variables dépendantes et indépendantes, la quantification de la grandeur d'effet ou encore la mesure statistique employée pour la mesurer. Au final, le corpus englobe 75 études empiriques regroupant 161 expérimentations.

Le début de la période d'observation (1972-2009) correspond à la date de publication du travail pionnier de J. MOSKAWITZ (1972) sur la performance financière de LISR. Cependant la majeure partie des études empiriques prises en compte dans cette recherche se situe dans la tranche 1990-2009 correspondant à la réelle période d'institutionnalisation de l'ISR au sein des marchés financiers. Même si le concept d'ISR a largement évolué sur la période, il convient

---

<sup>9</sup>Alexander G.J. et Bucholz R.A (1978), « *Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance* », *Academy of Management Journal*, vol .21, N° 3, p. 479-486.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

justement de proposer une approche globale intégrant l'ensemble des techniques de sélection des titres SR (exclusion ou inclusion).

### 2.2. Choix des études et contrôle des biais de sélection.

La sélection des études composant le corpus d'observations impose ensuite comme une des étapes les plus importantes de méta-analyse, car c'est elle qui pose les jalons de la qualité des résultats et des conclusions qui seront apportés.

Parmi les 161 expérimentations composant le corpus, un contrôle du biais de surreprésentation est nécessaire. Il consiste à exclure les expérimentations apparaissent sous plusieurs formes (workingpapers ou communications dans des colloques puis articles ...), il s'agit de supprimer l'expérimentation la moins aboutie en termes de méthodologie et de résultats. Lorsqu'un chercheur réutilise une première expérimentation et l'enrichit en termes de méthodologie, il convient alors de faire preuve de discernement dans le jugement et de ne pas exclure systématiquement ce type de « doublon ».

Il s'agit dans un second temps dévaluer le biais inhérent à la qualité des études primaires. Cette étape consiste donc à exclure les expérimentations qui présentent des méthodologies imparfaites ou incomplètes (manque de données quantitatives pour calculer une grandeur d'effet) ; mais également celles qui ne présentent pas de relation entre variables. Nous décidons donc d'exclure l'ensemble des expérimentations qui ne présentent pas de données statistiques du type moyen, permettant de calculer la grandeur d'effet, comme le préconisent ThUTER et SCHMIDT (2004). Nous choisissons également d'écartier les études ne définissant pas la performance financière comme variable dépendante, n'utilisant pas des placements ISR comme groupe expérimental et des investissements conventionnels comme groupe de contrôle.<sup>10</sup>

Au final (biais de surreprésentation +biais inhérent à la qualité des études primaires), 14 études incluant 38 expérimentations ont été exclues du corpus empirique d'observation. L'échantillon de données exploité dans le cadre de la méta-analyse sera donc composé de 61 études qui intègrent un totale de 123 expérimentations.

---

<sup>10</sup>Barnet M.L. et Salomon R.M, « *Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance* », *Strategic Management Journal*, Vol. 27, N° 11, p. 1101-1122 (2006).

### 2.3. Calcule de la grandeur d'effet de chaque expérimentation.

Après avoir collecté et sélectionné les études au sein du corpus empirique ; ils'agit de choisir la mesure de la grandeur d'effet puis d'estimer les grandeurs d'effet par expérimentation.

#### 2.3.1. Choix de la mesure de la grandeur d'effet.

Il existe plusieurs méthodes pour estimer cette grandeur d'effet, variant « *selon le type d'études disponibles (recherches expérimentales ou recherche de type corrélationnel)* » (LAROUCHE et SOULEZ -2010). La méthode expérimentale met en opposition un groupe expérimental (ISR) et un groupe de non ISR. Les mesures statistiques utilisées sont alors moyennes, variance ou écart-type pour chaque groupe. La méthode corrélationnelle se base sur la transformation d'un indicateur d'association (coefficient de corrélation le plus souvent) entre deux variables (Laroche et soulez 2010). Plus le coefficient de corrélation n'est élevé, plus la variable explicative a une influence forte sur la variable a expliquer. La majorité des expérimentations qui constituent notre corpus (88 soit 71,5% du corpus) utilise un cadre expérimental pour traiter la question de l'effet de ISR sur la performance financière. il est donc plus aisé d'estimer la métrique issue de la méthode expérimentale données par L.V. Hedges et OLKIN (1985) » plutôt que la méthode corrélationnelle.<sup>11</sup>

#### 2.3.2. Grandeur d'effet par expérimentation.

La mesure de la grandeur d'effet selon la méthode expérimentale permet de calculer une grandeur d'effet à partir des études qui utilisent des tests de comparaison de moyennes entre groupe expérimental et groupe de contrôle. Plus la différence de moyennes observée ne sera importante, plus l'intensité de relation entre variable le sera également. L'indicateur statistique le plus utilisé dans cette méthode et permettant l'évaluation de grandeur d'effet est le d de Cohen (1969). Cette mesure a été reprise par HEDGES (1981) sous la forme d'un indicateur g. L'estimation du g de HEDGES se fait selon la formule suivante : <sup>12</sup>

---

<sup>11</sup>Bauer R., Koedijk. Et Otten R., « *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style* », *Journal of Banking and finance*, Vol. 29, p.175-1767, (2005).

<sup>12</sup>Diltz J.D. (1995), « *the pirate cost of socially responsible investing* », *applied financial economics*, Vol.5, p.69-77.

**Grandeur = la moyenne de la performance du groupe expérimental – la moyenne de la performance du groupe de contrôle /Ecart-type agrégé intra-groupe (pooledwithin- group standards déviation) SDpooled**

- **La moyenne de la performance du groupe expérimental= MPGE**
- **La moyenne de la performance du groupe de contrôle = MPGC**
- **Ecart-type agrégé intra-groupe= SD pooled**

Avec

**SDpooled = LA Racine de (la taille de l'échantillon du groupe expérimental – 1) x la variance du groupe expérimental + (la taille de l'échantillon du groupe de contrôle – 1) x la variance du groupe de contrôle / (la taille de l'échantillon du groupe expérimental – 1) + (la taille de l'échantillon du groupe de contrôle - 1).**

- **La taille de l'échantillon du groupe expérimental = TEGE**
- **La taille de l'échantillon du groupe de contrôle =TEGC**
- **Variance du groupe expérimental = VGE**
- **Variance du groupe de contrôle =VGC**

Source : <https://journals.openedition.org> consulter le

12/03/2015 à 17H35.

### 2.4. Analyse des biais de publication.

Avant d'agrèger l'ensemble des grandeurs d'effet en une grandeur d'effet commune, il est important d'évaluer si notre corpus empirique ne présente pas de biais de publication, que ce soit une publication sélective de type (réparation des grandeurs d'effet significatives et non

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

significatives). Il faut ainsi s'assurer que les études primaires sélectionnées sont représentatives de l'ensemble des catégories d'études existantes.

Le biais de publication de type I vise à étudier s'il existe un certain équilibre entre les études concluant à un effet positif et celles concluant à un effet négatif. Une représentation en entonnoir (funnelplot) des grandeurs d'effet permet de valider le fait que le corpus empirique ne fait pas l'objet de publication sélective de type I, c'est-à-dire qu'il présente une symétrie entre valeurs de grandeur d'effet positives et négatives. L'axe des ordonnées Y représente l'inverse de l'écart-type de chaque grandeur d'effet estimée (ou la racine carrée de la taille de son échantillon), tandis que l'axe des abscisses X représente la grandeur d'effet pour chaque étude. Le principe de l'entonnoir veut que plus la taille de l'échantillon augmente (ou l'inverse de l'écart-type), plus la grandeur d'effet estimée se rapproche de la « vraie » grandeur d'effet (valeur 0 sur l'axe des X ou axe de symétrie). Le petit échantillon vont se répartir avec une amplitude plus importante que les grands autour de l'axe de symétrie.

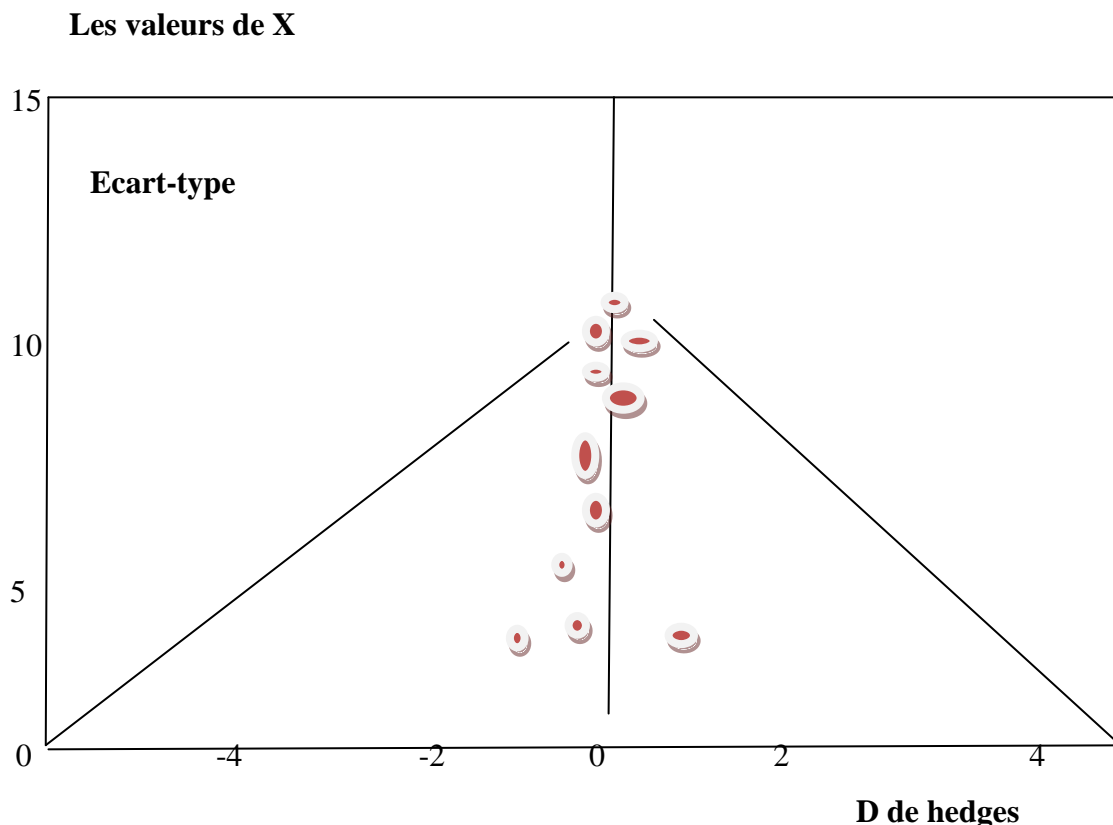
La deuxième étape d'évaluation du biais de publication consiste à déterminer si le corpus empirique intégrant l'ensemble des expérimentations issues des études primaires ne privilégie pas les résultats significatifs, qu'il soit positifs ou négatifs (biais de type II). Ainsi, une grandeur d'effet est supérieure ou égale à  $\pm 1,96$  (au seuil de significativité de 5%). L'objectif de représenter sur l'axe des ordonnées Y la valeur de T de student pour chaque étude ou « *l'effet standardisé* » issu du rapport entre la grandeur d'effet de chaque étude 1 sur l'axe des abscisses X, selon la présentation radiaire de Galbraith (1988) selon Stanley (2005), une publication sélective de type II est avérée lorsque plus de 5% des grandeurs d'effet ont une valeur supérieure ou égale à la valeur t de  $\pm 1,96$ . Cela signifie, et donc qu'il existe une surpondération des résultats positifs et négatifs par rapport aux résultats neutres.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup><https://journals.openedition.org>, consulter le 12/05/2005 à 14H10.

Le graphique 1 ci-dessous évalue le biais de publication sélective de type I<sup>14</sup> :

Graphique 1- évaluation dans biais de publication sélective de type I



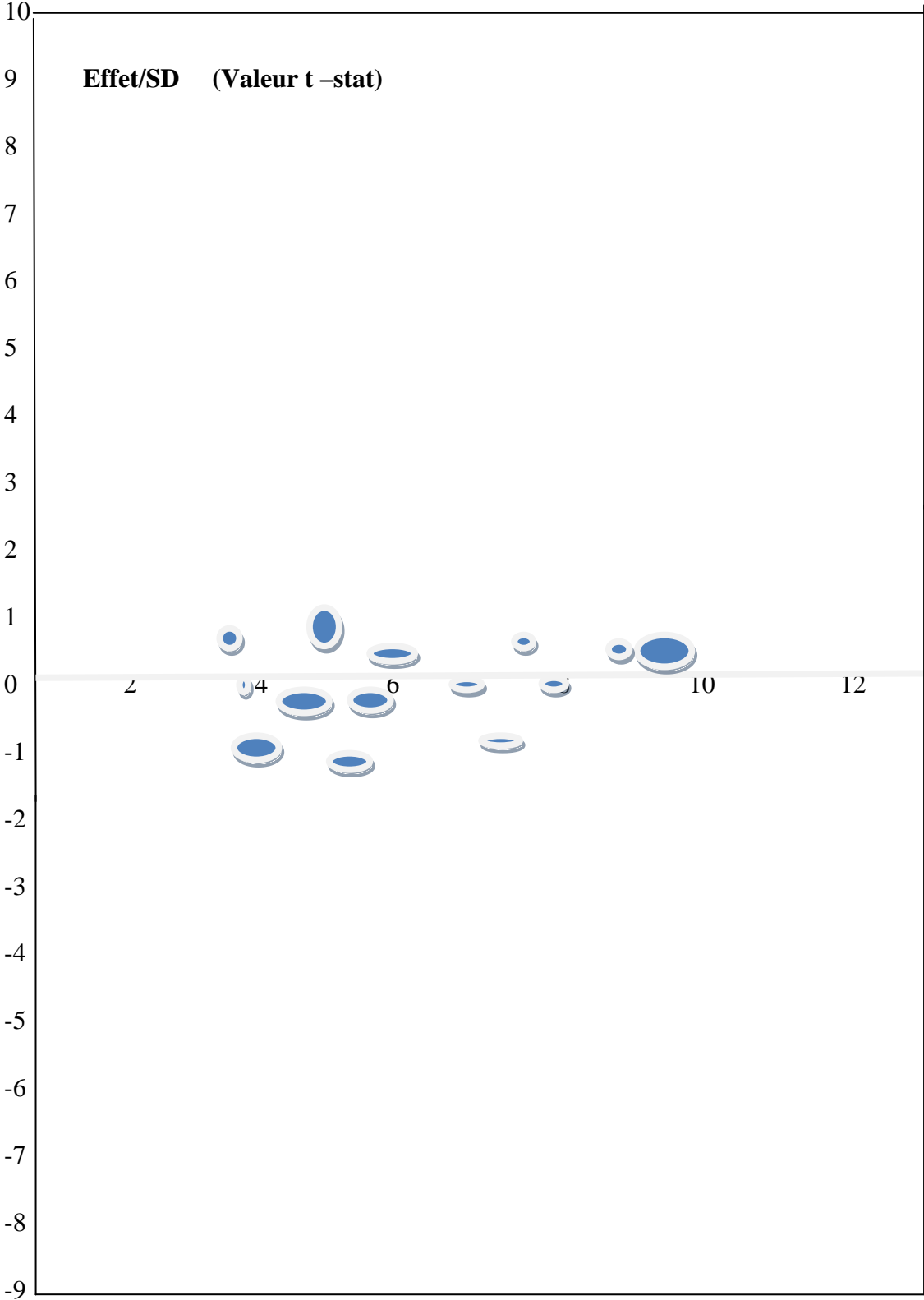
La forme en entonnoir observée sur le premier graphique démontre que les grandeurs d'effet se répartissent de manière homogène entre valeurs négatives. Et valeurs positives. Les expérimentations avec de petits échantillons varient avec une plus grande amplitude autour de la vraie grandeur d'effet ( en se ventilant plus largement a la base du graphe) alors que les grandeurs d'effet issues des grands échantillons se répartissent plus étroitement dans la partie haute du graphe. L'analyse du graphe en entonnoir confirme l'absence de biais de publication sélective de type I.

<sup>14</sup><https://journals.openedition.org> , consulter le 13/12/2004 à 15H50.

**Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

Le graphe 2 ci-dessous évalue le biais de publication de type II :

**Graphique 2 – évaluation des biais de publication sélective de type II**



## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

Nous observons que 17 grandeurs d'effet sur les 123 estimées présentent une valeur t supérieure ou égale à +/- 1,96, soit 13,8% du corpus empirique (10 valeurs significatives positives se situant au dessus de la ligne pointillée correspondant à la valeur t=-1,96).

Au sein de ce domaine de recherche consacré au lien ISR / performance financière, il est donc possible d'admettre qu'il existe une légère surpondération des résultats significatifs (qu'ils soient positifs ou négatifs) et donc une présence de biais de publication sélective de type II.<sup>15</sup>

### 2.5. Mesure de la grandeur d'effet commune.

Il s'agit dans cette section de déterminer la grandeur d'effet commune à l'ensemble des expérimentations composant le corpus empirique. Nous avons estimé l'ensemble des grandeurs d'effet pour les 123 expérimentations recensées. Nous devons donc ici les agréger, et proposer une moyenne pondérée. La méthode employée pour évaluer cette moyenne pondérée repose sur le modèle proposé par L.V. HEDGES et OLKIN (1985) ou encore HASSLBLAD et HEDGES (1995). Ce modèle pondère les grandeurs d'effet de chaque expérimentation par l'inverse de leur variance. Deux modèles sont fréquemment utilisés dans la littérature : le modèle à effets fixes fait hypothèse d'homogénéité des études, c'est-à-dire que les effets théoriques attendus doivent être les mêmes pour toutes les études. Selon F. IAROCHE et SCHMIDT (2004), « les seules variances des résultats observés entre les études proviennent de variations aléatoires autour de cet effet commun moyen, dues à l'erreur de mesure et à l'erreur d'échantillonnage ».

Le modèle à effets aléatoires, dans le cadre de notre recherche, assume que l'effet de l'ISR sur la performance financière est une variable aléatoire qui varie selon les expérimentations ou grandeurs d'effet. Il apparaît donc comme un complément d'information parfaitement adapté au modèle à effets fixes, dans le cas où ce dernier relève une hétérogénéité des études. Nous avons examiné tout d'abord le modèle à effets fixes puis le modèle à effets aléatoires après avoir testé l'hétérogénéité du corpus. La valeur du test  $Q_t$  d'hétérogénéité de Cochran :  $Q_t = \sum_{k=1}^K W (d_i - d)^2 = 412,61$

Significative à 0,001 % nous permet légitimement de rejeter l'hypothèse nulle d'homogénéité des grandeurs d'effet ( $d$  de HEDGES), et confirmer qu'il existe une

---

<sup>15</sup>Kuetz L. (2002), « Answer to four questions », *Journal of Investing*, Vol.14, n°3, p.125-139.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

dissimilaire d'ordre statistique entre les expérimentations composant le corpus empirique. Dans ce cas, il convient d'appliquer la méthode à effets aléatoires. Ce sont donc les résultats de ce modèle que nous présenterons en détail.

Le modèle à effets aléatoires intègre donc une composante aléatoire de variance de l'effet ( $V_i$  étoile) à la variance  $V_i$  issue du modèle à effets fixes. La constante ( $V_i$  étoile) représente la variation inter-études qui vient s'ajouter à la variation intra-études du modèle à effets fixes.

**Tableau 1 – résultats issus du modèle à effets aléatoires**

<b>Echantillon D'études</b>	<b>K</b>	<b>N</b>	<b>Grandeur d'effet commune d(a)</b>	<b>Intervalle de confiance à 95%</b>
<b>Lien entre ISR et performance (ISR vs non ISR)</b>	<b>123</b>	<b>32854</b>	<b>0,027</b>	<b>-0,081 à +0,135</b>

Source : <https://journals.openedition.org>

Ainsi, la moyenne pondérée ou grandeur d'effet commune évaluée selon le modèle à effets aléatoires est quasi nulle. L'intervalle de confiance inclut la valeur nulle, ce qui rend le résultat statistiquement non significatif. Ceci confirme une absence de lien entre ISR et performance financière. Ainsi, ISR ne générerait ni coût financier ni bénéfice, d'un point de vue global.<sup>16</sup>

<sup>16</sup>Bello Z.Y. (2005), « *Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification* », *Journal of Financial Research*, Vol.28 N° 1, p.41-57.

### Section 3 : Influence des variables modératrices sur le lien ISR / performance financière.

Dans cette section on va faire une étude de cas empirique et l'influence des variables modératrices sur le lien ISR de la performance financière au niveau de la banque.

Les grandeurs d'effet communes observées ne permettent pas de conclure à un effet de l'ISR sur la performance financière, qu'il soit positif ou négatif. Ainsi s'il n'est pas possible de déterminer une tendance centrale significative, il convient de comprendre quels facteurs influencent les résultats propres à chaque études, qu'ils soient positifs ou négatifs. Ces facteurs se situent dans les caractéristiques de méthodes ou de design des études « Staley en 2001 », considérées comme des modérateurs.

#### 3.1. Méthodes de traitement et identification des modérateurs.

Deux méthodes peuvent être utilisées pour tester l'influence des modérateurs : méta-analyse stratifiée (en sous-groupe d'études) ou méta-régressions (IAROCHE et SCHMIDT 2004).

Une met-analyse stratifiée revient à effectuer le même processus d'analyse statistique que pour une méta-analyse simple mais par sous-groupes définis par la variable considérée comme la caractéristique méthodologique commune aux études. La méta-régression consiste à effectuer une régression linéaire ; les variables modératrices jouant le rôle de variable dépendante.

La grille de codage présentée catégorise chaque étude selon des critères de design communs. Ces critères sont les suivants :

**3.1.1 Marché ISR :** marché USA versus « hors USA », du fait que la structure de L'ISR aux Etats-Unis est différente de celle définie notamment en Europe (plus orientée sur l'activisme actionnarial et le screening négatif aux Etats-Unis, comme le précisent louche et D. ldenberg (2006). Sur certains types de marché, où l'ISR est plus ancien, les investisseurs auront certainement développé un effet d'expérience plus important et donc une performance différente de celle des marchés ISR plus jeunes ou émergents.

**3.1.2 Méthode de comparaison de données :** les études peuvent étudier des fonds ou indices ISR existants ou des portefeuilles ISR élaborés de manière ad hoc par les

chercheurs. H.Diltz (1995) démontre que la performance de l'ISR diffère selon que les chercheurs observent des fonds ISR déjà existants ou constituent leurs propres portefeuilles ISR à l'aide des notations des analyses extra-financières. Nous différencions ainsi ces groupes de données pour déterminer si l'influence du chercheur dans le choix des données est forte ou non. Nous distinguons ainsi les études comparant fonds ISR et fonds conventionnels, fonds ISR et indices conventionnels, indices ISR et indices ISR conventionnels, portefeuilles ISR élaborés par les chercheurs sur des bases de notations sociétales positives « *bien noté* » et portefeuilles ISR élaborés par les chercheurs sur les bases de notations sociétales négatives « *mal noté* ».

### 3.1.3 Approche thématique ISR

Certains placements ISR sont orientés plus spécifiquement sur les critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance. Nous testerons l'influence des critères « environnement » et « gouvernance » sur l'effet de l'ISR sur la performance, et non les critères « social » trop peu représenté (2 expérimentations) dans le corpus de traitement.

### 3.1.4 Famille d'investissement

La performance de LISR peut varier selon le degré de risque des supports de placement au même titre que l'investissement plus conventionnel. Nous nous attendons à observer des résultats selon que LISR est orienté sur des actions ou non (Girerd-Potin et al, 2011).

### 3.1.5 Taille de l'échantillon expérimental

Nous nous attendons à observer une performance plus significative des échantillons de grande taille due à l'effet de diversification et une présence moins forte d'éventuels biais sectoriels au sens de « *clow (1999)* ».

### 3.1.6 Durée de la période d'observation

«A.W. BAUER et Al. (2005 ; 2006) » Affirment dans leur théorie de « l'effet d'apprentissage » que LISR sous-performerait l'investissement conventionnel à court terme mais surperformerait à long terme. Nous souhaitons évaluer si la variable « horizon de placement » a une influence concrète dans le cadre de LISR.

### 3.1.7 Mesure de la performance financière

Une performance mesurée par une rentabilité non ajustée au risque n'aura certainement pas le même impact qu'une performance ajustée au risque (modèles de type mono factoriels ou multifactoriels). Nous souhaitons évaluer si ; une fois le risque isolé,

l'alpha des modèles mono factoriels ou multifactoriels capture l'effet ISR ou non, comme le suggèrent « *GELMA et Al (2008)* ».

### 3.1.8 Type de recherche (journal affect)

Nous voulons observer « l'effet revue » dans le cadre de la performance financière de LISR et comprendre si cette dernière est influencée par l'acte de publication (tendance à ne publier que les résultats significatifs, ou ne prendre en compte que les études avec une véritable rigueur méthodologique).

Dans le cadre de cette analyse, la méthode de méta-analyses stratifiées a été retenue. Le corpus empirique présente un nombre de catégories et de modalités de variable suffisant pour rendre significatif les traitements statistiques. De plus, le croisement simultané d'un nombre important de modalités de variables (30) et d'observations (123) peut biaiser la significativité statistique du modèle ( $R^2$ ) et des coefficients d'interprétation observés dans le cadre d'une méta-régression.<sup>17</sup>

## 3.2. Méta-analyses stratifiées

Le tableau 3 ci-après reprend les résultats issus des différents sous- groupes d'études identifiés. Il convient d'interpréter les résultats issus de la méthode à effets aléatoires des lors que le test d'hétérogénéité issu de la méthode à effets fixes est statistiquement significatif.

La zone géographique a une influence sur la performance financière de LISR. Cette influence est légèrement positive mais non significative pour les USA ( $d = 0 ; 147$ ) et neutre pour le sous-groupe « hors USA » (la valeur  $d = -0,061$  observée, bien que négative, est trop faible pour être significative). Ceci peut être expliqué par la forte influence des fonds activistes au sein du marché US, ces derniers offrant des performances élevées comme le démontre LISR « Gouvernance » dans le cadre de la variable « approche thématique ISR ».

Nous observons pour la variable « méthode de comparaison de données » que lorsque les chercheurs élaborent leurs propres portefeuilles ISR sur la base des ratings et notations des analystes extra-financière ou institutionnels, ils observent un effet positif significatif de LISR sur la performance (« PSR/IC » et plus largement Port. Check) ou un effet positif non significatif (PSR+/PSR-) et « PSR/Autres Port »). A contrario, des lors que les chercheurs

---

<sup>17</sup>Statman M. "socially responsible mutual funds", *financial analysts journal*, (2008).

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

comparent des placements ISR existants a des placements conventionnels existants « *FSR/FC* », « *FSR/IC* » « *IndSR/IC* » et plus l'argent « *port. Pro* », l'effet ISR sur la performance est nul voire négatif (dans le cas de comparaison de FSR a des indices conventionnelles, induisant une performance des gérants ISR négative).

Ces résultats peuvent engager le débat sur la légitimité du choix des données des études primaires ou sur l'ethnicité réelle des fonds ISR, puisque les chercheurs, par l'élaboration de portefeuilles ISR ad hoc, observent de meilleures performances que pour l'étude des fonds ISR existants. Ainsi ; la question de savoir si les professionnels de L'ISR prennent réellement en compte les critères ESG dans leurs processus de sélection peut être soulevée.

Par ailleurs, orienter son choix d'investissement sur des thématiques « environnement » et « gouvernance » génère un effet positif (non significatif) de LISR sur la performance. Ainsi, le respect de l'environnement, la prise en compte des parties prenantes et l'application d'une « bonne gouvernance » offrent des rentabilités élevées, induisant que les stratégies de niche (V.lucas-leclin 2006) sont privilégiées par les investisseurs.

Les placements ISR investis « Hors action » (« obligation »/ « diversifié ») ont une influence négative significative sur l'effet ISR observé ( $d = 0,592$ ).

L'utilisation d'échantillons de grand taille ( « +100 ») a une incidence positive sur l'impact ISR observé avec une valeur d affichée de 0,184 dans le cas de la méthode a effets aléatoires ( bien que modérée et non significative). Ce résultat confirme que l'effet « diversification » joué un rôle dans la nature de la performance financière de LISR comme le précise « Clow (1999) ».

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

Tableau 2- résultats issus des méta-analyses stratifiées (en sous-groupes)<sup>18</sup>.

Sous-groupe	Taille de l'échantillon	Nombre D'expérimentations	Méthode a effets fixes			Méthode a effets aléatoires		
			Grandeur D'effet Commune D	Intervalle De Confiance A 95%	Test D'hétérogénéité	Grandeur D'effet Commune D	Intervalle De Confiance à 95%	Test D'hétérogénéité

### Variable « marché ISR »

<b>USA</b>	<b>9876</b>	<b>58</b>	<b>0,180</b>	<b>0,119 à 0,242</b>	<b>278,800</b>	<b>0,147</b>	<b>-0,030 à 0,325</b>	<b>74,249</b>
<b>Hors UZA</b>	<b>5284</b>	<b>65</b>	<b>-0,047</b>	<b>-0,121 à 0,027</b>	<b>112,224</b>	<b>-0,061</b>	<b>-0,173 à 0,051</b>	<b>49,953</b>

### Variable « méthode de comparaison de données »

<b>Port.cher</b>	<b>4605</b>	<b>34</b>	<b>0,256</b>	<b>0,185 à 0,327</b>	<b>283,654</b>	<b>0,451</b>	<b>0,190 à 0,172</b>	<b>39,881</b>
<b>Port.pro</b>	<b>10555</b>	<b>89</b>	<b>-0,049</b>	<b>0,113 à 0,0014</b>	<b>83,391</b>	<b>0</b>		
<b>FSRvsonds</b>	<b>9316</b>	<b>47</b>	<b>-0,008</b>	<b>-0,075 à 0,059</b>	<b>60,329</b>	<b>-0,013</b>	<b>-0,093 à 0,068</b>	<b>51,010</b>
<b>FSRvsIC</b>	<b>1168</b>	<b>32</b>	<b>-0,505</b>	<b>-0,723 à -0,286</b>	<b>10,295</b>	<b>0</b>		

<sup>18</sup>.Docamnexe/ image /1222/img.1.png .

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

<b>IndSRvsIC</b>	<b>71</b>	<b>10</b>	<b>0,040</b>	<b>-0,434à 0,514</b>	<b>0,530</b>	<b>0</b>		
<b>PSR+vsPSR-</b>	<b>3284</b>	<b>16</b>	<b>0,264</b>	<b>0,188à 0,341</b>	<b>224,502</b>	<b>0,261</b>	<b>-0,063à 0,586</b>	<b>16 ,771</b>
<b>PSRvsIC</b>	<b>9316</b>	<b>12</b>	<b>0,773</b>	<b>0,234à 1,311</b>	<b>17,866</b>	<b>0,931</b>	<b>0,244à 1,618</b>	<b>13,161</b>
<b>FSRvsIC</b>	<b>1168</b>	<b>10</b>	<b>0,120</b>	<b>-0,087à 0,328</b>	<b>36,065</b>	<b>0,722</b>	<b>-0,015à 1,459</b>	<b>3,380</b>

Variable « méthode de comparaison de données » (suite)<sup>19</sup>

Variable « approche thématique ISR »

<b>environnement</b>	<b>1364</b>	<b>6</b>	<b>0,302</b>	<b>0 ,187à 0,417</b>	<b>67,949</b>	<b>0,230</b>	<b>-0,297à 0,756</b>	<b>5,153</b>
<b>Gouvernance</b>	<b>860</b>	<b>6</b>	<b>0,519</b>	<b>0,353à 0,685</b>	<b>141,479</b>	<b>-0,192à 1,820</b>	<b>-0,192à 1,820</b>	<b>4,642</b>

Variable « famille d'investissement »

<b>Action</b>	<b>13664</b>	<b>94</b>	<b>0,133</b>	<b>0,082à 0,184</b>	<b>341,575</b>	<b>0,110</b>	<b>-0,012à 0,233</b>	<b>85,638</b>
<b>Hors action</b>	<b>476</b>	<b>8</b>	<b>-0,477</b>	<b>-0,727à -0 ,227</b>	<b>25,247</b>	<b>-0 ,592</b>	<b>-1,110à -0,073</b>	<b>9,461</b>

Variable « taille de l'échantillon expérimental »

<b>-20</b>	<b>1810</b>	<b>62</b>	<b>0,019</b>	<b>-0,119à 0,157</b>	<b>92,974</b>	<b>0,027</b>	<b>-0,161à 0,214</b>	<b>62,022</b>
<b>20à49</b>	<b>3418</b>	<b>27</b>	<b>0,023</b>	<b>-0,078à 0,125</b>	<b>24,392</b>	<b>0</b>		
<b>50à99</b>	<b>3053</b>	<b>21</b>	<b>-0 ,030</b>	<b>-0 119à 0,059</b>	<b>113,209</b>	<b>-0,044</b>	<b>-0,279à 0,191</b>	<b>28,235</b>

<sup>19</sup>Docamnexe/image/1222/img.1.Png.

## Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

+100	6879	13	0,230	-0,153à 0,307	159,558	0,184	-0,120à 0,488	12,897
------	------	----	-------	------------------	---------	-------	------------------	--------

Variable « durée de la période d'observation »

-5ans	1380	26	-0,138	-0,267à -0,009	102,691	0,033	-0,298à 0,364	21,346
5à 9ans	3922	55	0,169	0,094à 0,244	106,004	0,097	-0,045à 0,238	40,711
+ 10 ans	8957	42	0,075	0,007à 0,144	182,603	0,021	-0,143à 0,185	52,116

Variable « mesure de la performance financière »

Mesure « standard »	1729	17	-0,052	-0,187à 0,084	112,842	0,230	-0,177à 0,636	13,734
------------------------	------	----	--------	------------------	---------	-------	------------------	--------

Source : <https://journals.openedition.org>

### Interprétation :

Concernant la « variable durée de la période d'observation », nous n'observons pas d'effet « apprentissage » spécifique comme le soulignent Bauer et al. (2005,2006). Les grandeurs d'effet communes observées pour chaque sous-groupe sont nulles et non significatives.

Les mesures de la performance financière « standard » ont une influence positive sur la performance financière de l'ISR. Lorsque des mesures non ajustées au risque telle que la rentabilité moyenne sont utilisées, alors la performance financière de LISR est positive, bien que non significative ( $d = 0,230$  dans le cadre de la méthode a effets aléatoires). Lorsque les mesures de la performance prennent en compte le risque, notamment dans le cadre des modèles mono factoriels, alors l'effet ISR se réduit jusqu'à devenir nul (non significatif dans le cadre des mesures de market-timing).

enfin , les résultats observés dans le cadre de l'utilisation de modèles multifactoriels sont ambigus, puisque le modèle a effets fixes permet d'identifier un effet positif significatif ( $d = 0,206$ ) mais avec hétérogénéité des méthodes a effets aléatoires fait ensuite ressortir un effet positif modéré mais non significatif des modèles multifactoriels sur la performance financière de LISR .

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

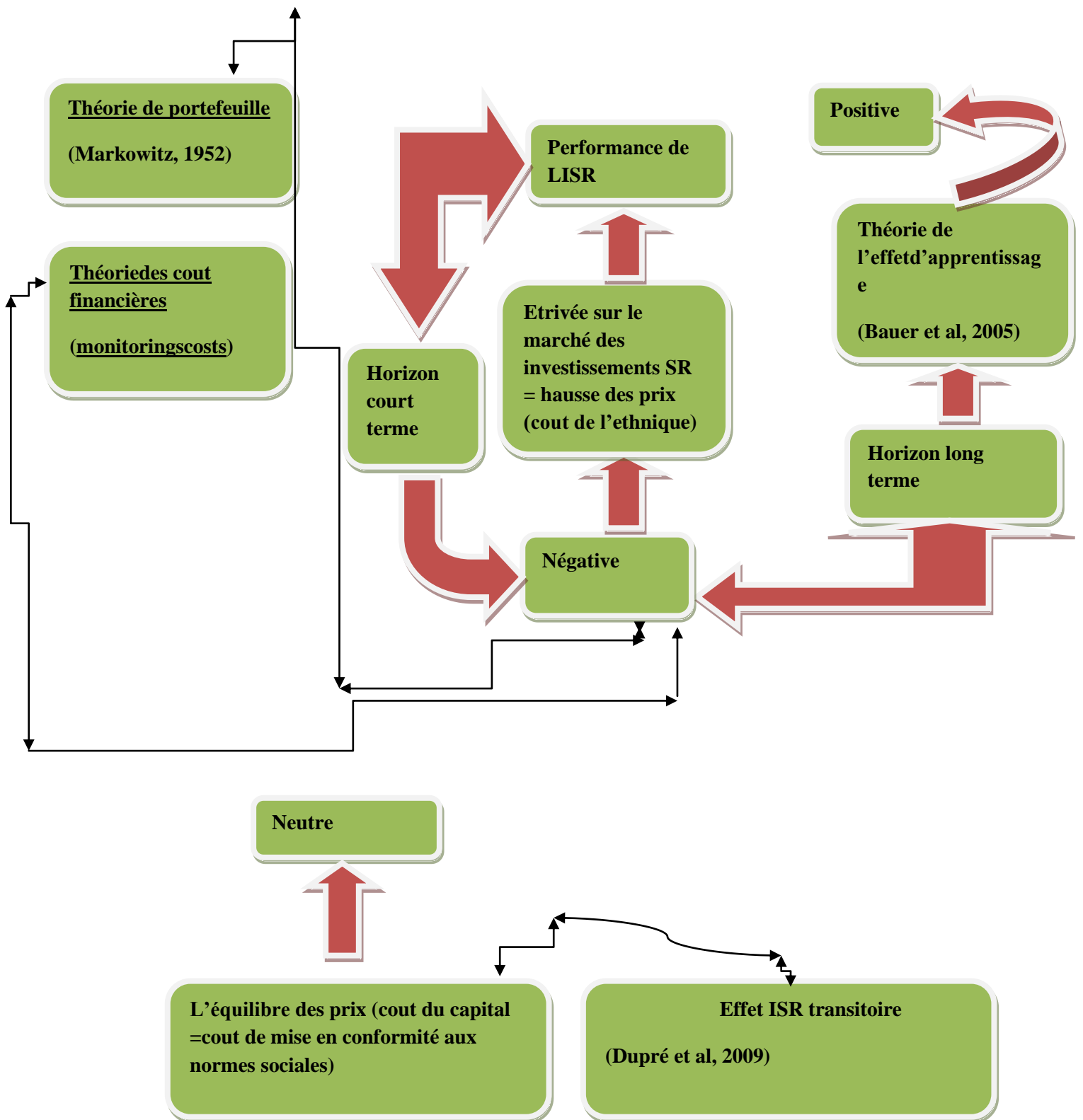
Enfin, nous observons que les documents de recherche publiés sous forme « *working paper* » ( $d = 0,469$  significatif) ont également une incidence positive sur la performance financière de LISR. Par ailleurs, les travaux publiés dans des revues scientifiques gestionnaires ou économiques « *Revue Gesco* » montrent une tendance à observer des performances positives de LISR malgré la forte hétérogénéité des grandeurs d'effet de ce sous-groupe ( $d = 1,030$  significatif mais avec un test d'hétérogénéité significatif dans le cadre de la méthode à effets fixes  $d = 0,330$  non significatif dans le cadre de la méthode à effet aléatoires). Une opposition émerge également entre le sous-groupe « *Revues* » et « *Hors revue* ». Le fait de publier ses travaux dans une revue scientifique de manière large (toutes thématiques confondues) amène à observer une absence de lien entre ISR et performance financière ( $d = 0,006$  pour la méthode à effets aléatoires). A contrario, les travaux diffusés « *Hors revues* » (papiers de recherche, communications, études institutionnelles, thèses, mémoires ...) observent une performance financière faiblement positive mais plus significative que celle du groupe précédent.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup>Laroche P. et Soulez S. « *la méthodologie de la méta-analyse en Marketing* », document non publié, CEREFIGE, université Nancy2, (2010).

# Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

Schéma 01 : le cadre conceptuel de la performance financière de l'ISR



Source : [www.Researchgate.net](http://www.Researchgate.net)

### 4. Discussion et conclusion

L'étude menée nous permet de répondre à la question de l'effet de l'ISR sur la performance financière. D'un point de vue théorique, la méta-analyse effectuée (la première dans le domaine) offre la possibilité de tirer une interprétation globale et généralisable d'un échantillon de résultats empiriques internationaux s'étalant sur les trente dernières années.

Nous observons que la preuve empirique est en conformité avec les fondements théoriques, c'est-à-dire multiple et complexe, rejoignant ainsi les conclusions apportées par Cardebat et Sirven (2008) sur la relation ambiguë entre RSE et performance économique. La sélection rigoureuse et exhaustive de notre corpus empirique (absence de biais de publication de type I, légère surpondération des grandeurs d'effet significatives) nous amène à conclure qu'il n'existe pas de lien significatif entre ISR et performance. Ainsi, le choix de « l'éthique » ne générerait ni coût ni bénéfice pour l'investisseur d'un point de vue global. Cette absence de lien entre ISR et performance financière nous conduit à nous poser une question majeure : la performance de l'ISR est-elle réellement due à la dimension ESG de placement, ou alors à d'autre facteur financière ? Certains auteurs apportent des éléments de réponse. V. Lucas-Leclin affirme que « le débat sur la performance financière des fonds ISR relève de processus de gestion, et non de processus d'analyse ». Ainsi, l'analyse extra-financière ne serait pas spécialement facteur de performance ou d'alpha. La performance financière de l'ISR ne dépend peut-être pas de la dimension ISR, mais des choix de gestion effectués par les gérants (de Brito 2006).<sup>21</sup>

Au-delà de cette tendance centrale située autour d'une absence de lien entre ISR et performance, l'hétérogénéité observée entre les études composant le corpus nous a amené à concéder l'influence de la caractéristique méthodologique sur la performance financière de l'ISR. Nous observons ainsi que la nature de l'effet ISR sur la performance varie considérablement selon les choix méthodologiques opérés par les auteurs.

Plusieurs cas significatifs se présentent : dès lors que les chercheurs élaborent leurs propres portefeuilles ISR sur la base des ratings sociétaux existants, ils observent un effet positif de l'ISR sur la performance financière significatif. Cela peut avoir plusieurs significations : soit les gérants ISR ne montrent pas de capacité d'habileté à sélectionner les « bonnes » valeurs ISR puisqu'ils n'obtiennent pas de surperformance, soit les titres au fond

---

<sup>21</sup><https://openedition.org>, consulter le 13/02/2001 à 09H30.

### **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

déjà existant ne sont pas si socialement responsables qu'ils ne le prétendent .il est également possible de douter de la véracité des études ou les chercheurs élaborent leurs propres portefeuilles , puisqu'il est difficile d'envisager que ces derniers puissent faire mieux que les gérants ISR .

Cela pourrait impliquer que les auteurs de ces travaux s'orientent sur des stratégies telles que le datamining c'est un optimisation de la gestion d'un portefeuille a partir de prévisions boursières ou la sélection ex-post de titres les plus performants .il est néanmoins possible d'admettre que les portefeuilles construits par les chercheurs puissent être , dans certains cas , plus performants que ceux construits par les gérants puisqu'il est avéré que ces derniers ont utilisées ou utilisent encore les modèles proposés par les premiers .

Certains chercheurs auraient pu exploiter certaines failles mises en évidence par les erreurs des gérants et ainsi faire évoluer leurs modèles. Il est donc concevable qu'ils aient la capacité de mettre en évidence des critères sous-jacents de la performance que n'ont pas décelés les professionnels.

Par ailleurs, la mesure de la performance financière utilisée par les chercheurs a également une incidence importante sur la performance financière de L'ISR. Des lors que la mesure est non ajustée au risque, alors il ya une absence d'impact significatif du critère socialement responsable d'investissement sur la rentabilité financière (modèle mono factoriels). Mais au-delà des modèles mono factoriels, l'utilisation de modèles multifactoriels par les chercheurs tend à prouver qu'il existerait un effet taille et/ou moment et/ou Price-to-book, et qu'une fois cet effet corrigé, L'ISR semble toujours avoir un effet positif significatif sur la performance financière, malgré une forte hétérogénéité des grandeurs d'effet. Il serait intéressant d'introduire des modèles intégrant la dissymétrie dans les études de performance de L'ISR pour tester si la prise en compte de critères RSE conduit effectivement a une meilleure gestion des risques aboutissant a une moindre asymétrie négative W. H. SHARMAN et Fernando 2008 , font une revue de cette littérature ). Cependant la gestion des risques sociaux et environnementaux est devenue maintenant une pratique commune à l'ensemble des banques et des entreprises et il n'est donc certain que les ESG se distinguent de ce point de vue. en effet, comme le montre l'enquête menée par G. Hoffmann (2007) , la plupart des banques et des entreprises européennes ont intégré les risques ( embauche de spécialistes , développements d'outils spécialisés et de modèles spécifiques, mises en place de stratégie de gestion de ces risques , diversification, flexibilité , couverture , assurance ...) plus

### Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR

---

généralement, l'observation de l'influence de la mesure de performance sur la rentabilité financière confirme que les modèles utilisés dans les études empiriques sont peu adaptés au caractère SR des titres ou des portefeuilles comme nous le précisons dans le cadre conceptuel de la recherche.

D. JEAN-FRANCOIS et C. BBRAFMAN (2006, p.259) vont dans ce sens, affirment qu'en réalité, « l'approche ISR est le plus souvent combinée avec d'autres sources de performance, d'autres sources d'alpha (comme par exemple la relation sectorielle), ce qui peut conduire à marginaliser la dimension socialement responsable dans le budget de risque actif. Et donc son influence sur la rentabilité du fonds. Seule une attribution de performance des plus élaborées permettrait, alors d'identifier la contribution de l'évaluation à la performance ».

Un ISR orienté sur des supports « Hors Action » (fonds ISR obligatoires et a un degré moindre fonds ISR diversifiés) expliquer plus systématiquement un impact négatif de LISR sur la performance financière. Ceci pourrait s'expliquer par la différence de risque entre les obligations SR et conventionnelles, les premières pouvant s'avérer moins risquées et donc moins rentables pour l'investisseur. Le « manque d'expérience » des gestionnaires de fonds obligatoires conventionnels. Toutefois, il convient de pondérer cette affirmation, qui demandera validation empirique, dû au faible nombre d'expérimentations de ce sous-groupe au sien du corpus empirique.

Enfin, le type de recherche a une influence sur l'effet ISR observé sur la performance, induisant un « effet revue ». L'intérêt ici réside dans l'opposition entre travaux publiés et travaux non publiés de manière générale. Ainsi, deux possibilités apparaissent : soit les revues scientifiques filtrent les résultats, soit elles ne sélectionnent que les travaux ayant une réelle rigueur méthodologique et scientifique.<sup>22</sup>

Le lien observé entre performance de LISR et diffusion sous forme de working paper renvoie aux deux questions soulevées ci-dessus : est-ce la rigueur méthodologique demandée par les revues financières et scientifiques qui réduit l'alpha ISR observé dans les travaux initiaux, ou ces travaux ne sont pas publiés parce qu'ils observent une performance financière de LISR positive trop saillante. Il serait intéressant, dans le cadre d'une recherche future,

---

<sup>22</sup>Sharfman M .et Fernando C. « *Environmental Risk Management and the cost of capital* », *strategic Management journal*, Vol. 29, p.569-592, (2008).

### **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

d'observer également si l'orientation des revues répertoriées (méthodologique, idéologique...) peut voir une influence sur la nature de l'impact ISR observé sur la performance financière.

## **Chapitre III : L'analyse de la performance financière des ISR**

---

### **Conclusion :**

Au final, nous pouvons conclure que l'ISR, dans son développement et son institutionnalisation au sein des marchés financiers, intègre les mêmes logiques financières (rentabilité-risque) que l'investissement traditionnel. Devons-nous ainsi considérer comme *main Stream*, délaissant l'aspect SR au profit de l'aspect purement financière, alors il y'a une existence réel désir d'intégrer la RSE au cœur des décisions financières. L'enjeu actuel est de savoir si l'ISR est capable d'inciter les banques et les entreprises à plus de responsabilité environnementale et sociale, et au recentrage de leurs décisions stratégiques sur la prise en compte des attentes des parties prenantes.

## Conclusion générale

---

Le financement des investissements socialement responsables par les banques favorisent une économie responsable en faveur d'un développement environnemental et social durable. C'est un indice révélateur d'une motivation de changement. D'après ce que nous voyons, nous sommes à la croisée des chemins entre "l'ancien monde" et un univers plus responsable. Les règles sont parfois trop peu drastiques. Les sociétés étant par nature concentrées sur leur profit et les fonds étant construits pour rapporter, tout n'est que compromission.

L'ISR s'est formé depuis XVIII<sup>e</sup> siècle autour d'une idéologie religieuse soucieuse de concilier enrichissement matériel et respect de valeurs morales. D'abord réservés aux congrégations religieuses, il s'est depuis une dizaine d'années largement développé à travers la sphère financière mondiale. L'émergence d'une classe entière de professionnels spécialisés dans ce secteur, comme les agences de rating ou les fonds socialement responsables, prouve l'intérêt croissant suscité par ce type d'investissement. Son développement ne sera pourtant assuré qu'une fois le débat sur la qualité de ses performances clos. Cette question a d'ailleurs fait l'objet de multiples études parmi les chercheurs. Nous avons réalisé notre propre étude à partir de données sur les performances d'indices et de fonds socialement responsables. Les performances de l'ISR ne sont statistiquement pas différentes de celles de l'investissement classique. Nous avons aussi montré que l'investissement responsable est constitué en plus de critères financiers, de critères extra-financiers. Avec l'adjonction de ces nouveaux critères, la responsabilité des gestionnaires de portefeuille s'est vue considérablement élargie. En effet, la subjectivité de leur appréciation est telle que le risque de l'investissement responsable est accru par rapport à des investissements plus traditionnels.

Il serait possible comme solution à cette augmentation des risques pour les gestionnaires de limiter leur responsabilité en matière d'investissement responsable. Il est aussi nécessaire de régler les critères, les modes de notation et les évaluateurs.

Nous voyons donc que l'ISR n'est pas incompatible avec les devoirs fiduciaires, notamment en ce qui concerne les fonds de retraite, l'ISR se trouve être une alternative particulièrement.

Ce type d'investissement s'inscrit dans une perspective de rendement à long terme. Aussi que la prise de conscience sociétale va selon nous conduire à un engouement de plus en plus important pour l'ISR.

## Conclusion générale

---

Comme nous avons aussi que la performance financière de l'ISR peut-elle s'expliquer par la composition des fonds ISR et la pondération des titres qui les composent au sein des portefeuilles de gérant ? Nous avons tenté, au travers de cette analyse exploratoire et descriptive de donner quelques éléments de réponse, qui demandent à être poursuivis dans des recherches futures.

Il s'agissait dans un premier temps de faire un état des lieux des fondements théoriques et des travaux empirique, afin de mieux circonscrire la performance financière de l'ISR. Nous observons que la preuve empirique est en conformité avec les fondements théoriques, c'est-à-dire multiple et complexe, rejoignant ainsi les conclusions apportées par J.M. CADE BAT et N. SIVEN en 2008 sur la relation ambiguë entre RSE et performance économique. La performance financière ne dépend certainement pas de la dimension ISR, mais des choix de gestion effectués par les gérants (C.DE BRITO, 2006) et drôle jouent par les investisseuses sur l'équilibre des prix, comme le soulignent D. DUPRES et Al. (2009). Nous relevons également que les natures de la performance relevées dans littérature dépendent grandement des choix méthodologiques effectuées par les chercheurs, ces dernières pouvant introduire certains biais de sélection dans le choix de leurs données dans le but d'obtenir des résultats en conformité avec leurs objectifs initiaux.

Enfin, les banques algériennes à donner une image assez-complète sur l'ISR en Algérie, ce dernier est devenu un enjeu crucial pour les acteurs de la gestion financière qui a connu plusieurs reformes dans le secteur bancaire.



### Ouvrages

01. AFTATION F. et Poncet P. (2003), les techniques de performance, economica
- d'arcimoles C.H. Bello P, FERONE G. et SASSENOU N. (2001), le développement durable, éditions d'organisation.
02. DAVIDOFF D. (1998), les indices boursiers, economica.
03. SOLNIK B. & Mcleavey D. (2004), international investments, AIMR.



### Articles de Revue

01. UNEP Finance Initiative & United Nations global compact. (2006). Principe pour investissement responsable. Consulté à l'adresse [www.unpri.org](http://www.unpri.org)
02. ALEXANDER G.J. et buholz R.A (1978), « Coporate Social Responsibility and stock Market Performance », Academy of Management Journal, vol.21, n° 3, P. 479-486.
03. AGLIETTA M. (1988), le capitalisme de demain, notes de la fonction Saint-Simon, Paris.
04. Acheter vert !- un manuel sur les marchés publics écologiques, commission européen, Luxembourg, office des publications officielles des communautés européennes ; 2005-39p. (42 pages), (ISBN 92-894-4992-8) ; consulté 2010/05/13 ; « reproduction autorisé, moyennant mention de la source ».
05. ALEXENDRA DEMOUSTIEZ, Franoise Rdemancher- l'investissement socialement responsable en Belgique-rapports 2005, réseau financement alternatif, page 81. Id page 62.
06. BAUER R, Koedijk.et OTTEN R. « international Evidence on Ethical Mutual Fund, (2005). Performance and Investisent Style », Journal of Banking and finance, Vol. 29, p. 1751-1767.
07. BELLO Z.Y. « Socially resonsibility investing and portfolio diversification ». Journal of Financial Research, Vol. 28n° 1, P.41-57, (2005).
08. BARMAT M.L.et Salomon R.M « Beyond Dichotomy: the curvilinear Relationship betwten social Responsibility and Financial Performance », Strategic Management Journal, Vol. 27? N° 11, p.1101-1122. (2006).
09. BOUCHRA LAHMEUR. L'analyse de performance financière des fonds socialement responsable en France juin 2009.
10. CAPRON M. & QUAIREL-LANOIZELEE F. (2004) Mythes et réalité de l'entreprise responsable : acteur, enjeux, stratégie,

## Bibliographie

---

11. CPELLE-BLANCARD, G, &, A. Mesurer la performance extra-financière. Le véritable défi de LISR. Revue française de gestion, 39(236) 109-125 .<https://doi.org/10.3166/rfg.236.109-125>, (2013).
12. DILTZ JD. « *The pirate cost of socially respnsible investing* », applied financial economic, Vol.5, P.67-77, (1995).
13. EUROSIF. (2016). European SRI Studay. 2016 (no.7);Bruxelles. Consulté à l'adresse <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>
14. REVELLI, C. l'investissement socialement responsable. origines, débats et perspective. Revue française de gestion, 39 (236), 79-92. <https://doi.org/10,3166/rfg.236,79-92> (2013).
15. FATOUX, F. La responsabilité sociétale des entreprises, facteur de développement de l'investissement socialement responsable Revue d'économie financier, 85(4), 41-47. [https://doi.org/10.3406/ecofi.2006.4141\(2006\)](https://doi.org/10.3406/ecofi.2006.4141(2006)).
16. GAILLARD,E,& Guignard, S . L'investissement socialement responsable : Etat des lieux et perspective. la notation extra-financière, Agence de l'Environnement et de la maîtrise de l'Energie Service Economie, (2004).
17. LOISELET E. ‘‘ L'investissement socialement responsable : genèse, méthodes et enjeux’’ l'économie politique n°7, (2004).
18. LAROCHE P. et SOULEZ S. « la méthodologie de la méta-analyse en Marketing », document non publié, CEREFIGE, université Nancy2, (2010).
19. M. THIERRY FOUCAULT, les performances de l'investissement socialement responsable : mesures et enjeux Majeure finance.
20. STATMAN M. (2000), ‘‘ socially responsible mutual funds’’ financial analysts journal.
21. SHARFMAN M. ET FERNANDO C. « *Environmental Risk Management and the cost of capital* », strategic Management journal, Vol.29, p.569-592, (2008).
22. SAW-B. (2014). Evaluation de l'impact social; de quelques clarifications et craintes A l'adresse <http://www.saw-b.be/spip/-analyses>.



### Thèses et mémoires

01. Investir responsable, en quête de nouvelles valeur pour la finance ; PHILIPPE ZAOUATI ; 2009-208pages (ISBN978-2-915752-52-6).
02. ADRIENNE PAGES HO2281-Mémoire Majeure Finance- Vernimmen.net



### Les Sites internet

01. [www.lafinancepourtous.com](http://www.lafinancepourtous.com)
02. [https://fr.wikipedia.org/wiki/investissement\\_social\\_men\\_responsable](https://fr.wikipedia.org/wiki/investissement_social_men_responsable).
03. <https://www.aef.asso.fr/publication/revue-d-economie-financiere/66-johannesburg-2002-cologie-et-finance/282-johannesburg-2002-cologie-et-finance><https://intranet.em->
04. [https://www.peree.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2002\\_num\\_66\\_2\\_375ecofi\\_0987](https://www.peree.fr/doc/ecofi_0987-3368_2002_num_66_2_375ecofi_0987)
05. <http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-4page-34.htm>
06. Novethic : <http://www.isr-info.com/fr/>
07. ISR Compas : <http://www.sricompass.org/>
08. SRI Compas : <http://www.sricompass.org/>
09. <http://Docannexe/imge/1222/img.1.png>
10. [www.Researchgate.net](http://www.Researchgate.net)
11. <http://journals.openedition.org/fcs/doconnexe/imge/1222/img-3.jpg>
12. [www.tresor.economie.gouv.fr](http://www.tresor.economie.gouv.fr)
13. [www.Rsearchgate.net](http://www.Rsearchgate.net)

## La liste des tableaux

---

<b>N° Tableau</b>	<b>Désignation</b>	<b>N° de page</b>
<b>Tableau 01</b>	Résultats issus du modèle à effets aléatoires	<b>75</b>
<b>Tableau 02</b>	Résultats issus des méta-analyses stratifiées (en sous-groupes)	<b>80</b>
	Variable « marché ISR »	<b>80</b>
	Variable « méthode de comparaison de données »	<b>80</b>
	Variable « approche thématique ISR »	<b>80</b>
	Variable « famille d'investissement »	<b>81</b>
	Variable « durée de la période d'observation »	<b>81</b>
	Variable « taille de l'échantillon expérimentale »	<b>82</b>
	Variable « mesure de la performance financière »	<b>82</b>

## La liste des graphes

---

<b>N° Graphe</b>	<b>Désignation</b>	<b>N°</b>
<b>Graphe 01</b>	Évaluation dans les biais de publication sélective de type I	<b>72</b>
<b>Graphe 02</b>	Évaluation des biais de publication sélective de type II	<b>73</b>

**Remerciement**

**Dédicaces**

**Sommaire**

**Liste des abréviations**

**Introduction générale ..... 05**

**Chapitre I : la présentation générale de l'investissement socialement responsable (ISR)**

Introduction..... 06

**Section 01 : la définition générale de L'ISR et leurs différentes approches ..... 07**

1.1. La définition générale de L'ISR ..... 07

1.1 .2. le cas de l'activisme actionnariale ..... 09

1.2 Les différentes approches de l'investissement socialement responsable ..... 10

1.2.1 La sélection ESG ..... 10

1.2.2 L'approche thématique ..... 10

1.2.4 L'engagement actionnarial ..... 10

**Section 02 : l'histoire et les origines de L'ISR et leurs différents acteurs ..... 11**

2.1. L'histoire et les origines de L'ISR ..... 11

2.1.1. Offre historique sur L'ISR..... 11

2.1.2. Les origines de L'ISR..... 13

3. Différents acteurs de l'univers de L'ISR..... 14

3.1. Les investisseurs ..... 14

3.2. Les agences de notation extra-financière ..... 16

3.3. Les indices boursiers éthiques ..... 18

3.4. Les fonds de « privé équité »..... 19

## Table des matières

---

3.5. Les organismes de recherches .....	19
3.6. FIR et EROSIF .....	20
3.7. Novethic .....	20
3.8. Les coalitions d'actionnaires .....	20
<b>Section 03 : les moyens d'évolution et les méthodes d'utilisation par L'ISR et leur impact sociétale .....</b>	<b>22</b>
1. Moyens et méthodes .....	22
1.1 construction une grille .....	22
1.2 documenter la grille .....	24
1.3 Les cases particuliers du financement de projet .....	24
2. l'impact sociétale de L'ISR .....	25
2.1 Différentes entre L'ISR et l'investissement conventionnel.....	25
2.2 Impact réel de L'ISR .....	28
2.3 Les limite .....	33
<b>Conclusion.....</b>	<b>34</b>

## Chapitre II : les principaux enjeux de LISR

Introduction .....	35
<b>Section 01 : la définition d'une norme minimale de L'ISR de L'ISR et les méthodes et de structuration de l'information au cœur des enjeux et leur particularité .....</b>	<b>36</b>
1.1 La définition de la norme minimale de L'ISR.....	36
1.2 Les méthodes de collecte et de structuration de l'information au cœur des enjeux .....	37
1.2.1 la standardisation de l'information non-financière .....	37
1.2.2 L'acquisition de l'information sur les entreprises et les banques tout comme sa entraîne un cout.....	37

## Table des matières

---

1.2.3 Coté entreprise, l'émergence de standards permet de connecter les efforts la où le changement de comportement auront le plus d'effet sur les résultats des évaluations .....	37
1.3 Les particularités de L'ISR.....	37
<b>Section 02 : la transparence et la communication .....</b>	<b>39</b>
2.1 De transparence et la communication des stratégies des gérants de portefeuilles.....	39
<b>Section 03 : la rentabilité et le cout de L'ISR et la création de l'univers d'investissement .....</b>	<b>41</b>
3.1 La rentabilité et le cout de L'ISR.....	41
3.2 La création de l'univers d'investissement .....	45
3.2.1 Résultats non différenciant .....	45
3.2.2 La gestion des produits structurés et des ETF (exchange traded funds) .....	45
3.3.3 La méthodologie non adaptée à tous les secteurs.....	46
<b>Conclusion.....</b>	<b>47</b>

## Chapitre III : l'analyse de la performance financière des ISR

Introduction .....	48
<b>Section 01 : les déterminants de l'effet de L'ISR sur la performance financier : une analyse statistique de littérature empirique .....</b>	<b>49</b>
1.1 Les fondements théoriques de la performance financière de L'ISR.....	51
1.2 Les validations empiriques des apports théoriques et influence de la méthodologie dans l'interprétation de la performance financière de L'ISR .....	54
1.3 Emergence d'hypothèses clés .....	55
1. La méthodologie de recherche .....	58
2.1 La définition des variables dépendantes et indépendantes.....	58
2.2 La définition des variables modératrices à tester .....	59

## Table des matières

---

2.3 Définition d'un corpus empirique selon les catégories de variables définies .....	59
3. Résultats empiriques.....	59
3.1 Conséquences méthodologiques de la recherche .....	59
3.2 Conséquences méthodologiques de la recherche .....	63
<b>Section 02 : la performance financière de L'ISR : une méta-analyse .....</b>	<b>66</b>
2. La démarche de la méta- analyse.....	66
2.1 Collecte et codage de l'ensemble des études déjà existantes sur la question de recherche	66
2.2 Choix des études et contrôle des biais de sélection.....	68
2.3 Calcule de la grandeur d'effet de chaque expérimentation .....	69
2.3.1 Choix de la mesure de la grandeur d'effet.....	69
2.3.2 Grandeur d'effet par expérimentation .....	69
2.4 analyse des biais de publications .....	70
2.5 Mesure de la grandeur d'effet commune .....	74
<b>Section 03 : influence des variables modératrices sur le lien ISR/ performance financière</b> .....	<b>76</b>
3.1 Méthode de traitement et identification des modérateurs.....	76
3.1.2 Marché ISR.....	77
3.1.2Méthode de comparaison de donnés.....	77
3.1.4 Approche thématique ISR.....	77
3.1.5 Famille d'investissement.....	77
3.1.6 Taille de l'échantillon expérimental.....	77
3.1.7 Durée de la période d'observation.....	77
3.1.8 Mesure de la performance financière .....	77

## Table des matières

---

<b>3.1.9</b> Type de recherche (journal affect) .....	<b>78</b>
<b>3.2</b> Meta-analyse stratifiés .....	<b>78</b>
<b>4.</b> Discussion et conclusion .....	<b>85</b>
<b>Conclusion</b> .....	<b>89</b>
<b>Conclusion générale</b> .....	<b>91</b>

### **Bibliographie**

### **La liste des tableaux**

### **Listes des graphiques**

### **Table des matières**

### **Les annexes**

### **Résumé**

## **Le résumé :**

Ce mémoire a comme thème le financement des investissements socialement responsables (ISR), qui sont l'équivalent financière de la responsabilité sociale et environnementales des banques (style de management qui s'inscrit dans le développement durable). L'objectif de ce travail est de cerner ou de montrer les critères de décision des investisseurs et les différents enjeux actuels et les méthodologies d'évaluation de la performance financière de l'ISR. De manière à comprendre et à maîtriser correctement cette approche financière, un chapitre est dédié les origines et l'histoire de l'ISR depuis le 19<sup>ème</sup> siècle, ainsi qu'à son statut actuel. Ceci est suivi par un chapitre sur les principaux enjeux de l'ISR, présentant les différents méthodes de collecte d'information au cœur des enjeux, et l'ensemble des acteurs et fournisseurs de services d'importance majeur dans le rôle d'analyser la rentabilité et le coût de LISR. Le dernier chapitre analyse plusieurs études empiriques et différentes pratiques de l'ISR et les théories et les outils d'évaluation sur la performance financière bancaire.

**Mots clés :** ISR ; rentabilité-coût-ISR performance financière.

## **Abstract :**

This thesis has as theme the financing of socially responsible investments (ISR), which are the financial equivalent of the social and environmental responsibility of banks (management styles wich are part of sustainable development). The objective of this work is to identify or criteria of investors and various current issues and the methodology for evaluating LISR's financial performance. In order to understand and correctly master this financial approach, a chapter is dedicated to the origines and history of LISR since the 19th century, as well as to its current status. This is followed by a chapter on the main issues of LISR, presenting the different methodes of collecting information at heart of the issues, and all the players and service providers of major importance in the role of analyzing profitability and cost of LISR. The last chapter analyzes several empirical studies and different pratices of LISR and the theories and assessment tools on bank financial performance.

**Keywords :** ISR ; profitability-cout-SRI financial performance