

# Revue bibliographique

L'investissement socialement responsable,  
quel est son impact dans la gouvernance des  
entreprises et comment est-il perçu par les  
investisseurs ?

*Benjamin Schick - Encadré par Amira Hammouda*

*Arts et Métiers ParisTech | 151 Boulevard de l'Hôpital, 75 013 Paris*



## Table des matières

Résumé .....	5
Introduction .....	6
1 L'investissement socialement responsable : définition, contexte et concept .....	7
1.1 De l'église aux marchés financiers .....	7
1.2 Structuration autour de l'ISR.....	11
1.3 ISR et ESR.....	13
2 ISR au service de la RSE .....	14
2.1 Approche globale du produit financier et de sa valeur actionnariale.....	14
2.2 Les méthodes de choix d'un fond ISR .....	17
2.3 L'ISR comme moteur des politiques RSE.....	18
3 ISR et rentabilité, le débat actuel .....	20
3.1 Un placement moins rentable que les placements traditionnels .....	21
3.2 Un placement finalement classique .....	22
3.3 Un placement rentable .....	23
3.4 Chercheurs et financiers en désaccord, un débat propre à un concept récent ?.....	25
Conclusion.....	27
Table des figures et tableaux.....	28
Bibliographie .....	29
Annexes.....	32



## Résumé

Cette revue bibliographique permet d'obtenir une première idée de ce qu'est l'investissement socialement responsable (ISR). En s'appuyant sur des articles majoritairement récents nous essayons de répondre aux questions suivantes. Quelle est l'histoire de l'ISR ? Qui en sont les acteurs ? Quelle place a cette forme d'investissement sur les marchés ? Quelle est son lien avec le développement RSE des entreprises ? Et surtout, est-ce un investissement classique ? Ainsi, nous verrons que l'ISR est un concept récent en tant que tel mais qui fut précédé par le concept d'éthique, avec une histoire riche, et que sa définition sur les marchés n'est pas encore mondialisée. Nous verrons par la suite que ISR et RSE sont aussi bien conceptuellement que mécaniquement liés et enfin, nous présenterons le débat quant à la rentabilité, ou non d'un ISR.

**Mots –clés :** Investissement socialement responsable – Ethique - Responsabilité sociale des entreprises – Performance financière

## Introduction

La responsabilité sociale des entreprises (RSE) est un concept maintenant compris et probablement appliqué dans la plupart des firmes occidentales. Cet aspect de l'entreprise revêt plus un caractère éthique qu'économique. En effet, pour beaucoup d'entre elles, la RSE est devenue incontournable, sans, parfois, nuire à la performance financière de celles-ci. Plus récemment, les investisseurs se sont intéressés à un concept datant du XX<sup>ème</sup> siècle, apparu principalement au sein de l'Eglise, l'investissement socialement responsable (ISR).

L'ISR étant un concept récemment utilisé et qui connaît son essor sur les marchés financiers depuis les années 1990, plusieurs définitions lui sont accordées, allant même jusqu'à parler de « philanthrocapitalisme » (L. McGoey, 2012). On peut néanmoins le définir comme un investissement, prenant en compte des critères non-financiers, qui intègre des principes tels que l'environnement, le rôle social des entreprises et la gouvernance dans le processus d'investissement (L. Renneboog, J. T. Horst, C. Zhang, 2008 ; Bello 2005). Ces derniers critères sont considérés de manière positive et négative sans forcément une analyse financière rigoureuse (Forum de l'investissement social et Geczy, Stambaugh , Levin, 2005).

En l'absence de définition rigoureuse, nous avons choisi de replacer l'ISR dans son contexte historique, aussi bien social qu'économique, pour ensuite comprendre le lien réel entre ISR et RSE et enfin débattre de sa rentabilité en tant que placement financier. Ce dernier point étant loin de faire consensus dans les sphères académiques et d'investisseurs il faudra encore du temps pour y répondre précisément.

# 1 L'investissement socialement responsable : définition, contexte et concept

La mouvance ISR trouve son fondement dans le concept d'éthique ; motivée par des convictions religieuses puis ensuite fondement de l'activisme actionnarial du XXème siècle (Revelli, 2013). Il est nécessaire pour comprendre la forme actuelle de l'ISR de se plonger dans sa construction historique.

## 1.1 De l'église aux marchés financiers

Si l'ISR contemporain correspond réellement à un objet financier, ses racines, elles, le sont beaucoup moins. En effet, la notion d'éthique semble avoir forgé ce comportement d'investissement. C'est peut-être dans l'ancien testament que l'on retrouve les premiers préceptes éthiques suivis par l'Homme. Dans la Torah (Lévitique 19: 9-10), il est écrit que « Quand vous récolterez la moisson de votre terre, vous ne moissonnerez pas jusqu'aux bords du champ, ni ne rassemblez les graines de votre récolte. . . Vous les laisserez pour le pauvre et l'étranger ». Ce comportement, bien qu'économiquement irrationnel laisse entrevoir que l'Homme est prêt à suivre des comportements respectant une Loi autre que celle des marchés. Ce comportement se retrouve bien plus tard, en 1139, lorsque l'Eglise Catholique interdit de pratiquer des taux d'intérêts trop élevés. Il s'agit ici d'une première régulation, économiquement irrationnelle, du marché de l'immobilier dictée par des critères d'exclusion. Cependant, de nombreux auteurs (Renneboog et al., 2008 ; Revelli, 2013 ; Arjaliès, 2010) s'accordent à dire que l'investissement éthique prend réellement racine au XVIIème siècle lorsque la « Société religieuse des Amis », dont les membres sont les Quakers, se refusent, en Amérique du Nord, à avoir recours à l'esclavage, à vendre de l'alcool, des armes, etc. Mais les premiers fonds ISR sont portés par des congrégations religieuses (Arjaliès, 2010). En effet, l'Eglise impose des critères d'exclusions appliqués à des secteurs considérés comme immoraux : tabac, jeux, alcool. C'est dans les années 1920 que l'Eglise méthodiste interdit au Royaume-Uni d'investir dans des entreprises immorales. Cependant le mouvement entrepris par l'Eglise devra encore attendre pour résonner dans des sphères plus vastes.

Les années 1960 furent marquées par un fort développement économique mais aussi social. Ainsi, aux Etats-Unis, la législation sur la pilule ou bien encore le vote de la loi sur les Droits Civiques sont autant de symboles d'une décennie riche aussi bien culturellement que socialement. Dès lors, on comprend que dans un contexte de prise de conscience et de changement politique, l'entreprise doit évoluer, ainsi, « l'ISR a pour objectif de rendre la société plus morale en modifiant les comportements des entreprises » (Arjaliès, 2010, p.4). Ici, la construction d'un milieu permettant d'informer les investisseurs et de les rendre conscients, pour la première fois aussi directement, des conséquences de leurs investissements, positives ou non, est indispensable.

Dans les années 1960 les premières campagnes d'informations sur la guerre au Vietnam ont lieu aux Etats-Unis. Il en résulte qu'en 1971, le premier fond ISR contre cette guerre, *the Pax World Fund*, est créé. C'est aussi lors de cette période que naissent les prémices de l'activisme actionnarial.

Dans les années 1980, des investisseurs exercent des pressions sur les entreprises présentes en Afrique du Sud pour dénoncer l'apartheid. « Ces campagnes ont connu un certain succès, par exemple, l'État de la Californie a adopté une loi en 1986 exigeant aux caisses de retraites de l'Etat de céder plus de 6 milliards de dollars des entreprises ayant des activités en Afrique du Sud » (Renneboog et al., 2008, p.1725).

De plus, en 1986, la plus grande catastrophe industrielle du XXème siècle a lieu lorsque l'un des réacteurs de Tchernobyl explose. En 1989, le pire désastre environnemental aux États-Unis a eu lieu lorsque le superpétrolier Exxon Valdez a échoué près de l'Alaska et a déversé ses cuves dans l'océan. Ainsi, les agissements des décisionnaires dans ces grandes entreprises ne seront plus jamais aussi sombres et méconnus. Et c'est dans les années 1980 que les premières agences de notation extra-financières voient le jour.

Ainsi depuis les années 1990 l'ISR touche son public. Une réelle prise de conscience a lieu chez les investisseurs. L'activisme actionnarial prend de l'ampleur dans les pays anglo-saxons avec le développement de fonds de retraite par capitalisation et de nouveaux fonds de pension. Par exemple, le marché de consommation pour les produits et services éthiques au Royaume-Uni est évalué à 59 milliards de dollars en 2005. Arjaliès (2010) présente un tournant dans la notion d'ISR pendant cette période, une



dimension financière, jusqu'à présent minime dans l'ISR, fait son apparition. Une vingtaine d'agence de notation de critères extra-financiers ouvrent d'ailleurs dans les années 2000 pour pouvoir permettre aux investisseurs de coupler critères sociaux, environnementaux et de gouvernance avec des critères financiers.

Ainsi et comme le montrent les figures ci-après, l'ISR peut prendre de nombreuses formes. Nuançons cependant l'ISR en reprenant ce que de Brito (2006) et Arjaliès (2010) présentent : il existe une distinction entre fond ISR économique, dont le développement date des années 1990, et fond ISR éthique.

<b>REFERENTIEL ECONOMIQUE</b>		
<b>Types de fonds ISR</b>	<b>Objectifs poursuivis</b>	<b>Principes d'investissement</b>
Fonds de quatrième génération	Mieux identifier les mécanismes de création de valeur à long terme tout en contribuant à un développement durable.	Forte pondération des critères RSE ou DD sur les critères financiers.
Fonds verts	Augmenter les profits en protégeant l'environnement	Filtres utilisés basés sur des critères d'exclusion (activités polluantes) et des critères de sélection positifs.
Fonds de gouvernance de performance	Augmenter les profits en identifiant les entreprises ayant une bonne gouvernance.	Sélection des titres en fonction de critères de gouvernance au sein d'un indice de référence ou non.

*Tableau 1 Fonds ISR appartenant au référentiel économique (Arjaliès, 2010, p.12)*

Les fonds présentés dans le Tableau 1 sont issus de la 4<sup>ème</sup> génération d'ISR (Arjaliès, 2010). Ils correspondent aux fonds appartenant, sans conteste, à la finance.

<b>REFERENTIEL SOCIÉTAL</b>		
<b>Types de fonds ISR</b>	<b>Objectifs poursuivis</b>	<b>Principes d'investissement</b>
Fonds éthiques de première génération	Ne pas cautionner des pratiques ou activités auxquelles il associe une valeur morale inférieure ou négative.	Exclusion des entreprises évoluant dans certains secteurs (les valeurs dites du péché : alcool, tabac, armement, pornographie et jeux).
Fonds éthiques de seconde génération	Changer la société par la prise en compte de critères supplémentaires politiques, sociaux, droits humains	Critères d'exclusion fondés sur les activités de production mais également sur la localisation de l'entreprise.
Fonds de troisième génération ou fonds socialement responsables	Répondre aux attentes des différentes parties prenantes.	Approche positive et/ou négative Ajouter des critères sociaux et environnementaux positifs et/ou négatifs au filtre financier classique.
Activisme actionnarial	Influencer le comportement des entreprises pour qu'ils prennent en compte les attentes des différentes parties prenantes	Utilisation des droits de vote ou de moyens informels.
Fonds de partage	Rendre service à un tiers en le soutenant financièrement dans ses projets	Redistribution des plus-values réalisées par le fond à une association ou à des projets communautaires locaux qui visent souvent à soutenir l'emploi et l'insertion économique.

Tableau 2 Fonds ISR appartenant au référentiel sociétal (Arjaliès, 2010, p.9)

Les fonds présentés dans le Tableau 2 ont, eux, une histoire moins récente. Leurs formes sont d'autant plus complexes que la performance financière n'est pas leur but premier comme nous le verrons dans la partie 4.

Ainsi, il existe différents types d'ISR qui interviennent dans différents référentiels (Revelli et Viviani, 2012). Comme l'indique Roudaut (Le Monde, 2008), chaque pays privilégie une approche différente. Entre la vision britannique qui promeut l'activisme actionnarial, l'approche scandinave, accordant une place importante à l'exclusion de fonds, l'allemande, privilégiant les fonds verts, et l'attitude plus modérée des Français en matière d'engagement actionnarial, l'ISR, offre de multiples visages.

## 1.2 Structuration autour de l'ISR

« [L'ISR] est un domaine où les investisseurs devront être particulièrement attentifs à la manière dont les notations sont construites et établies » (Dunfee, 2003, p.251). Dunfee présente ici une question indispensable et à la base de l'ISR : pour construire un portefeuille ISR les investisseurs et les chercheurs doivent pouvoir se baser sur des critères extra-financiers crédibles et pertinents. C'est donc ici que l'on remarque l'importance qu'une bonne structuration de l'ISR aura sur son développement. S'agissant d'un mode d'investissement relativement nouveau, seulement 21% des investisseurs britanniques connaissaient ce terme d'ISR en 1998 (Friedman, Miles, 2001) et selon Novethic, le marché français de l'ISR est lui passé de 3,9 à 169,7 milliards d'euros entre 2003 et 2013. Ainsi, observons quelles structures existent autour de celui-ci.

En Europe, le site Novethic propose une classification de plus de 300 fonds ISR. Ils proposent leurs labels et leur méthodologie. D'après Eurosif (2014), la première association européenne pour la promotion d'investissements durables et responsables en Europe, un dénominateur commun dans le marché de l'ISR reste son hétérogénéité. Ainsi, on comprend que le marché de l'ISR n'est pas encore parfaitement structuré.

Un excellent rapport de Novethic (2013), commandé par le gouvernement français, dresse un portrait des agences de notations extra-financières. Notons qu'il existe 14 indices principaux. De plus les différentes agences de notations, internationales ou locales se basent sur des critères ESG déclinés en de multiples sous-critères (accidents du travail, consommation d'énergie, émissions de gaz à effet de serre...).

Cependant, face à la multitude d'agences et d'indices, en 2004, l'Union Européenne a émis un désir d'uniformisation. Elle a donc imposé un standard aux agences de notation, le ARISTA 3.0, mis à jour en 2012. La plupart des agences européennes adoptent désormais ce standard. Le but est de développer une relation de confiance entre ces analyses et les marchés financiers. En effet, l'ISR prend de l'importance et il est nécessaire de le structurer.

La Global Sustainable Investments Alliance (2014) présente le tableau suivant :

<b>Table 1: Proportion of SRI relative to total managed assets</b>		
	<b>2012</b>	<b>2014</b>
Europe	49.0%	58.8% <sup>4</sup>
Canada	20.2%	31.3%
United States	11.2%	17.9%
Australia	12.5%	16.6%
Asia	0.6%	0.8%
Global	21.5%	30.2%

Tableau 3 Proportion des ISR dans le monde relativement aux investissements totaux (GSIA, 2014, p.7)

Ce dernier tableau permet de constater que la tendance globale pour l'ISR est à la hausse, 8 points en 2 ans, et que l'occident semble être moteur dans cette évolution.

Renneboog et al. (2008) synthétisent différents chiffres mondiaux au sujet de l'ISR. Ils les présentent dans le tableau suivant. Notons que cet article de 2008 est une référence en matière de littérature sur l'ISR. Il a été cité 700 fois et publié dans « *Journal of Banking & Finance* ».

SRI assets under management								
Year	US		Europe		Canada		Australia	
	Total AUM (\$b)	Retail AUM (\$b)	Total AUM (\$b)	Retail AUM (\$b)	Total AUM (\$b)	Retail AUM (\$b)	Total AUM (\$b)	Retail AUM (\$b)
1995	639	12						
1997	1185	96						0.1*
1999	2159	154		11				0.2*
2001	2323	136		13	33*	6.6*	1	0.9
2003	2164	151	470	15	34*	6.7*	2	1.1
2005	2290	179	1400	30	55*	12.5*	6	

This table presents the total assets under management (Total AUM, in billion US\$) of SRI portfolios (including retail funds and institutional funds such as pension funds and insurance companies), and the assets under management of retail SRI mutual funds (Retail AUM, in billion US\$) in the US, Europe, Canada and Australia, at year ends. Portfolios are counted as SRI if they use at least one of the social screening, shareholder activism or community investing strategies. Data in this table are collected from the following sources: US: SIF (1995, 1997, 1999, 2001, 2003, 2005); Europe: SiRi (2002, 2003, 2005), Eurosif (2003, 2005); Canada: SIO (2002, 2004); Australia: EIA (2001, 2002, 2003, 2005). Starred (\*) numbers are taken from the previous year due to data availability.

Tableau 4 L'ISR en quelques chiffres (Renneboog et al., 2008, p.1726)

Ces chiffres, moins récents, confirment la tendance décrite précédemment. Ainsi que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, et même si ces chiffres ont une dizaine d'année et sont basés sur des critères subjectifs, on constate une tendance nette à la hausse dans l'apparition de portefeuilles ISR. En Europe, le montant géré par des fonds ISR a triplé entre 1999 et 2005.

### 1.3 ISR et ESR

L'ISR moderne est très différent de sa forme éthique. L'ISR ne se restreint plus à des fonds éthiques mais s'intègre dans une stratégie classique d'investissement... ceci est adopté, très grandement, par la majorité des fonds de pension et des investisseurs institutionnels.

La notion d'ISR moderne est désormais loin de sa forme éthique. L'ISR s'inscrit désormais dans une stratégie d'investissement classique ce qui est adopté par la plupart des fonds de pension et des investisseurs institutionnels (McCann et al., 2003). Dès lors, l'ISR ne semble pas être exclusif aux ESR. De plus, Revelli et Viviani (2012) présentent un concept clé : « performances financières des Entreprises Socialement Responsable (ESR) et ISR sont deux concepts différents par leurs fondements théoriques » (p. 2). Ainsi l'ISR n'affecte plus seulement des Entreprises Socialement Responsables (ESR). Il est généralisé et on verra dans la seconde partie qu'il peut aussi être moteur d'une politique RSE.

## 2 ISR au service de la RSE

La RSE est un pied de nez à la théorie économique traditionnelle. Elle est « la somme de l'efficacité environnementale (protection des intérêts des parties prenantes environnementales), d'une bonne gouvernance d'entreprise (protection des intérêts des actionnaires) et de bonnes relations avec les parties prenantes (protection des intérêts des autres parties prenantes, y compris celles des employés et de la communauté locale) » (Renneboog et al., 2008, p.1732).

Ainsi, on constate que la théorie des « parties prenantes » est désormais largement diffusée, reprise notamment dans l'ISO 26000, le texte international de référence en matière de responsabilité sociétale des entreprises. Nous allons ici tâcher de définir cette nouvelle vision de l'entreprise et voir en quoi l'ISR y joue un rôle tout particulier.

### 2.1 Approche globale du produit financier et de sa valeur actionnariale

L'ISR veut bien plus s'inscrire dans l'action de la société en écartant l'optique téléologique des valeurs individuelles ou communes. Autrement dit, un investisseur socialement responsable attendra de l'entreprise dans laquelle il investit des résultats financiers, certes, mais aussi il lui demandera de justifier d'une bonne conduite à tous les niveaux de son action. C'est-à-dire que l'atteinte du résultat financier n'est pas le seul objectif de ce type d'investisseurs. Il s'agit donc ici d'une vision de l'entreprise différente de celle présentée par Friedman depuis 1970.

Dans la littérature anglophone nous retrouvons régulièrement deux termes qu'il convient ici de définir. *Shareholder* (ou encore *stockholder*) peut se traduire littéralement comme actionnaire alors que *stakeholder* va se comprendre comme « partie prenante ». Ces deux termes sont en réalité issus de deux conceptions divergentes de ce qu'est l'entreprise et de ce qu'est, ou devrait être, son but.

La théorie de Friedman, qui a été la vision la plus répandue pendant quelques décennies, peut être résumée comme ceci : « Dans un système où l'on peut entreprendre librement, où la propriété privée est reconnue : un dirigeant d'entreprise est un employé des propriétaires de l'entreprise. Il a une responsabilité directe envers ses employeurs. Cette responsabilité est de conduire l'entreprise en fonction de leurs désirs, qui seront généralement de faire autant

d'argent que possible tout en se conformant à leurs règles de base de la société, à la fois ceux incorporés dans la loi et ceux incorporés dans la coutume éthique. » (Friedman, 1970, p.1).

Ainsi, même si Friedman admet qu'un individu peut incorporer des coutumes éthiques à son travail, il limite le rôle de l'entreprise, en tant qu'individu imaginaire, à celui de maximiser son profit. Plus précisément, un individu imaginaire n'a pas à appliquer des principes d'éthiques réels.

Cette théorie de l'entreprise n'est donc clairement pas le cadre dans lequel l'ISR s'inscrit. Cependant, la décennie suivant, Freeman apporte une idée nouvelle de ce qu'est l'entreprise. D'après ce dernier, les théories des années 1970 sont incompatibles avec la quantité et les types de changements qui se produisent dans l'environnement des affaires des années 1980, un nouveau cadre conceptuel est nécessaire (Freeman, 1984).

Freeman répond ici à un besoin exprimé par les managers, il faut redéfinir l'entreprise. Maintenant, le but de l'entreprise est de répondre aux attentes des différentes parties prenantes de celle-ci, et non aux attentes du propriétaire, comme l'indique la figure ci-dessous.

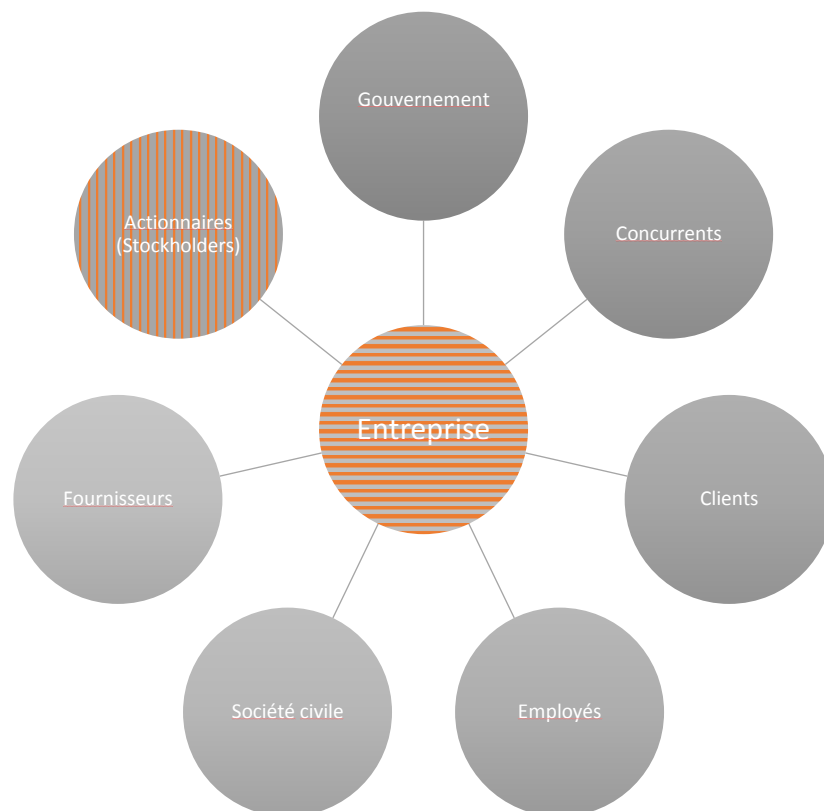


Figure 1 Carte des parties prenantes : Vision de Friedman (Orange) et de Freeman (Gris)

Tout comme l'entreprise décrite par Freeman, l'ISR, en englobant des critères extra financiers, se distingue donc de l'investissement classique par nature et rejoint la théorie des parties

prenantes. En effet, c'est en rassemblant ces concepts des parties prenantes, de la responsabilité sociale des entreprises et de la théorie organisationnelle que l'approche des parties prenantes s'est cristallisée comme un cadre de gestion stratégique dans les années 1980 (Freeman, 1984).

Cette approche de l'entreprise possède donc plusieurs caractéristiques (Freeman et McVea, 2001) :

1. Elle doit fournir un schéma stratégique global et unique pour l'entreprise
2. Il s'agit d'un procédé de management et non de planification
3. Son but est la survie de l'entreprise et selon Freeman il faut considérer l'ensemble des parties prenantes pour y arriver
4. Cette approche permet de décomplexer les managers et laisse donc plus de places à des stratégies émergentes (Lund-Thomsen et Nadvi, 2010)

Dans le cadre historique présenté en première partie, on comprend que cette approche ait un franc succès dans les années 1980, 1990. L'ISR s'inscrit dans la vision de Freeman en tant qu'investissement prenant en compte les parties prenantes.

De plus, en accord avec la pensée de Porter et Van der Linde en 1995, il n'est pas étonnant qu'une théorie pourtant rationnelle, semblant presque intemporelle, se voit contredite. En effet, Freeman, en tant que philosophe, a su éviter l'erreur primaire des économistes : les économistes échouent car ils n'arrivent pas à modéliser le pouvoir de l'innovation. Cette même pensée, au sujet des économistes, est exprimée par Maris (2003, p.34) : « Ils sont heureux de leur causalité, de leur déterminisme ».

L'ISR va dans le sens de Porter et de Van der Linde (1995) qui est que les Etats-Unis et les autres pays doivent redéfinir totalement les liens entre environnement et compétition industrielle pour se rapprocher de ce que sont les réels enjeux de la compétition moderne.

Cependant comment un investisseur doit-il procéder pour choisir un fond ? Doit-il éviter les mauvais élèves ? Doit-il les influencer ? En effet, l'entreprise décrite précédemment s'intègre dans les critères des investisseurs SR. Le choix de ces entreprises est donc essentiel pour un investisseur. Nous verrons aussi comment l'ISR permet d'agir pour l'entreprise.



## 2.2 Les méthodes de choix d'un fond ISR

Les fonds socialement responsables sont classés en trois grandes catégories : négative, positive et best-in-class.

Comme le décrivent Sparks et Cowton (2004), depuis leur création en 1971 aux États-Unis et en 1984 au Royaume-Uni, le modèle de base utilisé par les fonds ISR a été de fonder leur « éthique » sur une approche relativement directe et négative en excluant certains types d'investissement : industrie du tabac, de l'alcool, des jeux, etc. Ainsi, principalement, l'approche ISR a pu correspondre à une approche d'évitement.

Un second type de filtrage utilisé est l'approche positive en sélectionnant des entreprises ayant une dimension éthique et socialement responsable importante, aussi bien par leurs manières de faire que par le but de leurs actions.

Enfin, Arjaliès précise (2007, p. 7) que certains fonds « cherchent plutôt à privilégier dans leurs investissements les entreprises considérées comme étant les plus socialement responsables », ainsi on choisit ici les meilleurs élèves, les mieux notés. Cette tendance est souvent rencontrée et on verra que c'est ce type de choix qui mènent aux meilleurs résultats financiers. La tendance en Scandinavie et en Europe continentale est d'appliquer des méthodes Best-in-Class et d'investir dans des fonds de développement durable (O'Rourke, 2003). En effet, d'après l'Eurosif (2014), la valeur des investissements Best-in-class en Europe a augmenté de 24,8% entre 2011 et 2013.

Dans les faits, de manière générale, on utilise les deux dernières approches puis on évite les mauvais élèves résiduels grâce à la première (Bello, 2005).

Finalement, les deux premières approches sont présentes dans le schéma suivant qui illustre comment un portefeuille ISR est constitué.

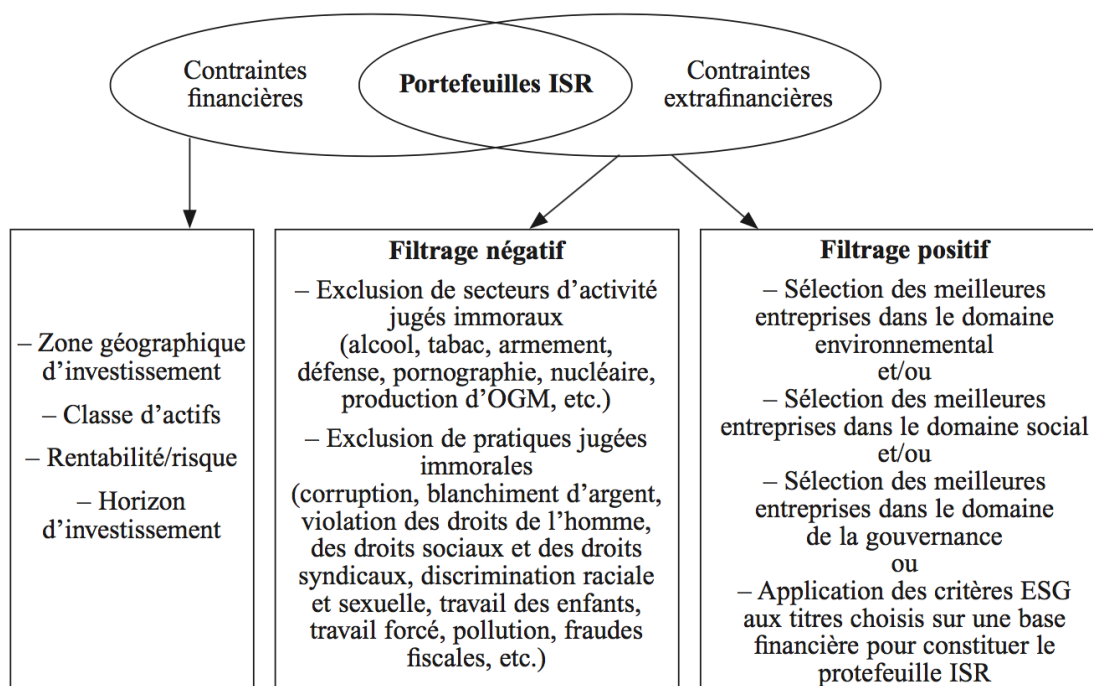


Figure 2 L'ISR au carrefour des contraintes financières et extra-financières (Revelli, 2013, p.83)

On constate alors qu'il existe différentes façons d'appréhender l'ISR, c'est ce qui en fait sa richesse mais aussi sa complexité : contraintes financières et méthodes de filtrages doivent toutes deux intervenir dans le choix des investisseurs SR.

### 2.3 L'ISR comme moteur des politiques RSE

Bollen (2007) et Renneboog et al. (2005) constatent que la volatilité des fonds ISR est inférieure à la volatilité des flux de fonds conventionnels. Ainsi, le risque d'un ISR, et donc son rendement, semblent inférieurs à des non ISR. Dès lors, pourquoi investir dans de telles actions ?

Premièrement, l'ISR a la capacité d'influencer avec succès le comportement des entreprises et ce type de comportement, l'activisme actionnarial, a tendance à augmenter (Friedman, Miles, 2001). De plus, l'hypothèse de Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, et Chendi Zhang (2008, p.1722) est que « certaines études RSE soutiennent que les entreprises investissant dans la RSE créent une valeur pour les actionnaires à long terme, bien que les marchés boursiers sous-évaluent la RSE à court terme. » Ainsi l'ISR pourrait être moteur de la RSE et non pas juste la récompenser : l'ISR peut pousser les entreprises à adopter une politique RSE et pas seulement honorer les bons élèves. Sparkes et Cownton (2004) présentent trois différentes façons pour l'ISR d'agir sur la RSE. Ces auteurs parlent premièrement de l'ISR comme étant une forme « d'activisme des parties prenantes ». Ainsi, les actionnaires peuvent utiliser leur droit de vote

dans les grandes entreprises pour orienter les décisions stratégiques des entreprises vers des conclusions socialement responsables. Aux Etats-Unis cette forme d'activisme est appelée « social proxies » (ou mandat social) (Graves et al., 2001). L'article de Sparkes et Cownton (2004) décrit ce type d'actionnariat, les auteurs déclarent (p .49) que « [Les investisseurs,] dans les fonds de détail ISR sont prêts à accepter des rendements financiers inférieurs comme un prix à payer pour investir conformément à leur conscience ». Finalement, l'ISR et l'activisme actionnariale servent à orienter le comportement des entreprises afin qu'elles prennent mieux en compte les attentes de ses parties prenantes (Arjaliès, 2010).

Sparkes et Cownton (2004, p.50) affirment que « l'approche la plus courante pour les investisseurs institutionnels est d'abandonner les politiques d'ISR [...] les préoccupations de responsabilité sociale seront mises en œuvre non pas directement dans la composition du portefeuille, mais en utilisant les droits de propriété des actionnaires pour influencer le comportement de l'entreprise, en cherchant à le diriger dans une direction plus socialement responsable ». Ainsi, l'Investissement public peut aussi être une forme d'activisme et même si l'entreprise cible n'est pas une ESR, les institutions, par des investissements, peuvent la transformer.

Finalement, l'ISR dans une moindre mesure peut aussi être volontairement destructeur pour une entreprise. En effet, l'objectif ultime des actionnaires ISR est d'améliorer le comportement des entreprises tout en maintenant une santé financière, alors que certaines ONG peuvent, elles, tenter de fermer une entreprise en partant du principe que toute sa base de fonctionnement est immorale. Dès lors, un non ISR, peut, de ce point de vue, être un ISR. Nous constatons aussi que l'ISR, dans ses différentes formes est évidemment présent dans le référentiel économique, mais il l'est également, et conjointement, dans le référentiel sociétal.

### 3 ISR et rentabilité, le débat actuel

La question de la relation entre performance financière et RSE se pose ici car l'ISR, a, par nature, un effet sur les politiques RSE des entreprises comme nous l'avons vu précédemment. Dès lors, est-il démontré qu'une entreprise adoptant une politique RSE sérieuse obtient de meilleurs résultats économiques que cette même entreprise ne menant pas de politique RSE ? La littérature à ce sujet est riche mais nous présentons ici la conclusion d'une meta-analyse datant de 2007 rédigée par Margolis et al. : les entreprises ne semblent pas être bien récompensées en terme financier pour s'être engagées dans des politiques RSE.

Cardebat et Sirven (2008) confirment cette théorie et écrivent sur la relation ambiguë entre RSE et performance économique. Cette ambiguïté est reprise dans l'article de Rivelli et Viviani (2013) : ils concluent que « il n'existe pas de lien significatif entre ISR et performance [économique] » (p.15).

Dès lors, la RSE ne semble pas être un facteur lié à la performance financière de l'entreprise. Cependant, qu'en est-il de l'ISR, qui est lui par nature lié à la RSE ?

« Le débat sur la performance financière de l'ISR pénalise indubitablement son ancrage dans une identité éthique réelle » (Revelli, 2013, p.88). En effet, il existe actuellement un débat concernant la performance financière de l'ISR. Tout en sachant que plusieurs auteurs dont Revelli (2013) affirment que ce débat empiète sur la réelle nature de l'ISR : favoriser l'éthique à tous les niveaux ; nous présenterons ici les différents points de vue présents dans ce questionnement.

Ajoutons que Cowton (1994) arrive à résumer la complexité de l'ISR en concédant qu'il peut être vu comme une autre innovation de produit qui contribue à élargir le choix des investisseurs. Cependant, il apparaît qu'influencer les investisseurs et les pousser à l'ISR pourrait être l'action des institutions financières visant à exploiter leur environnement dans l'intérêt purement financier : la rentabilité maximale. Ainsi, on comprend bien que l'ISR est un produit financier, et ici, nous présentons le débat suivant : l'ISR est-il moins, plus ou tout aussi rentable qu'un investissement classique ?

Cette question s'avère importante car les actifs ISR gérés par des professionnels ont totalisé 2,14 billions de dollars en 2003, soit environ 10-11% du total des actifs sous gestion aux États-Unis. (Geczy, Stambaugh, Levin, 2005 et Galema, Riens, Auke Plantinga en 2008).

### 3.1 Un placement moins rentable que les placements traditionnels

La vision exprimée par Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, et Chendi Zhang (2008, p.1734) présente un des points de vue récurrent sur l'ISR : « Les possibilités d'investissement, par nature plus restreintes, de l'ISR peuvent [...] limiter les possibilités de diversification et donc déplacer la frontière moyenne-variance vers des compromis risque-rendement moins favorables que ceux des portefeuilles conventionnels. »

Ainsi il existe un problème majeur au sujet de l'ISR, mis en évidence ici : la contrainte ISR peut encore imposer des coûts de diversification, en ce sens que les investisseurs contraints sont moins en mesure d'équilibrer et d'éliminer l'exposition de leurs portefeuilles aux facteurs liés aux risques (Geczy, David, Levin, 2005)

Galema, Rients, Auke Plantinga, et Bert Scholtens (2008) présentent deux modèles, l'un empirique et l'autre théorique pour introduire leur étude sur la sur rentabilité ( $\alpha$  positif, voir annexe), ou non, des ISR. Selon le modèle théorique, la surestimation des ISR (offre ISR baisse et demande monte alors que les fonds non responsables subissent la mécanique inverse) par rapport aux autres investissements implique que pour un même risque le retour sur investissement d'un ISR sera moins bon que pour un investissement dit 'irresponsable'. En effet, pour une action présentant le même risque et la même rentabilité, le prix d'un ISR sera plus élevé. Cependant même si ce modèle théorique paraît rationnel, Galema et al. (2008) démontreront qu'il est faux.

De plus, dans une méta-analyse datant de 2012, Revelli et Viviani présentent différentes hypothèses pour parler d'ISR, et différencient clairement deux notions : les titres SR dont nous reparlerons ultérieurement et les portefeuilles SR qui, d'après eux, représentent une rupture ou du moins une contestation avec la théorie de diversification (Markowitz, 1952). Ajoutons que la gestion de portefeuille SR pourrait générer des coûts supplémentaires, recherche des fonds par exemple, alors que pour les portefeuilles classiques ces coûts sont d'ores et déjà optimisés.

On peut donc conclure que les modèles théoriques présentés dans la littérature annoncent une sous-performance des ISR. Cette théorie est ici l'héritage de la vision de Friedman d'une entreprise. Cependant, peu d'études empiriques valident ce modèle de sous-performance ;

demandons-nous alors si l'ISR peut être source de sur rentabilité ou s'il s'agit d'un investissement classique ?

### 3.2 Un placement finalement classique

« L'investissement socialement responsable a été victime de son succès » (Social Rating Agency, Manager, 2007) ainsi l'ISR ne serait plus qu'un banal investissement, ceci est contestable rien que par sa nature, même si sa rentabilité demeurerait égale à celle d'un titre ordinaire, n'oublions pas que l'ISR englobe par définition des critères extra financiers.

Galema, Rients, Auke Plantinga, et Bert Scholtens (2008) expliquent que selon le modèle empirique, la notion de socialement responsable n'est pas mise en évidence par les marchés. Ainsi, un ISR n'est rien de plus qu'un investissement. D'après eux, deux erreurs mènent à ces modèles différents. Premièrement, le risque est mesuré de manière théorique dans le cas de la partie précédente, alors que le modèle empirique tient compte des influences du marché. Secondement, la notion de socialement responsable n'a peut-être pas de lien avec la rentabilité ou non d'une action.

Nous présentons ici plus précisément l'article de Revelli et Viviani (2012). En effet, cet article méthodique balaye presque exhaustivement la littérature sur ce sujet, et il convient donc d'introduire leurs résultats.

Ajoutons que la méta-analyse tire ses données depuis différentes, et nombreuses, études empiriques et essaye d'en extraire, rigoureusement, une conclusion commune.

Il s'agit de « 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. » (Revelli et Viviani, 2012, p.4). Ainsi, la conclusion qui suit est donc le résultat de l'analyse croisée de 14 études et 38 expérimentations mettant en opposition ISR (groupe expérimental) et non ISR (groupe de contrôle). Il semble ici 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 et que les grandeurs d'effets communs observés ne permettent pas de conclure à un effet de l'ISR sur la performance financière, qu'il soit positif ou négatif.

Dans un contexte américain (données DSI 400 et S&P 500), Bello (2005) s'est demandé comment le dépistage éthique et moral des sociétés affecte le niveau de diversification et la

performance globale des fonds de placement socialement responsables. Ainsi, on constate que diversification et performance sont deux sujets constamment liés en terme d'ISR. Il conclut, en utilisant trois modes de mesure de la performance (alpha de Jensen, eSDAR, ratio de Sharpe) que ni le rendement des placements ni le niveau de diversification du portefeuille des fonds socialement responsables diffèrent de ceux des fonds conventionnels d'actifs nets similaires (Bello, 2005,). Dès lors, il rejoint la contestation du modèle théorique par Galema et al. (2008) selon laquelle pour une action présentant le même risque et la même rentabilité, le prix d'un ISR sera plus élevé.

Dès lors, même si de nombreux auteurs contestent un impact du caractère SR des entreprises sur la performance des titres, d'autres montrent un lien clair.

### 3.3 Un placement rentable

Les différentes études concluant à la rentabilité des ISR sont empiriques et récentes.

Ainsi, d'autres chercheurs n'obtiennent pas les mêmes conclusions quant à la rentabilité des ISR. La plupart des études menant à ce type de résultats sont très empiriques : les chercheurs ont tous constitués différents portefeuilles, ISR et non-ISR, puis appliqués les modèles présentés pour les gérer (comme Bello, 2005 dans la partie précédente). Même si certains modèles sont évidemment plus compliqués dans la réalité, nous ne les détaillerons pas ici et présentons les principaux résultats et leurs nuances. Les résultats communs sont peut-être liés au mode de gestion, et nous verrons dans la partie suivante comment d'autres auteurs préconisent d'appréhender la gestion de portefeuilles ISR.

Galema et al. (2008) concluent que l'ISR a un impact conséquent sur la rentabilité des actions. Les auteurs ont utilisé différentes méthodes pour constituer leurs 12 portefeuilles et pour évaluer leur rentabilité (cf. partie précédente). Ils comparent premièrement la rentabilité de titres SR puis de portefeuilles SR. Comme pour beaucoup d'études, notons que les données et la sélection des entreprises provient du MSCI KLD 400 Social Index<sup>1</sup>, référençant des sociétés américaines. Ils montrent finalement que l'ISR affecte positivement la rentabilité des actions. Kempf et Osthoff (2005) mènent une étude à partir de la même base de données. Avec une stratégie de négociation simple basée sur les notations ISR : acheter des actions avec des

---

<sup>1</sup> Le MSCI KLD 400 Social Index est un indice pondéré par la capitalisation de 400 titres américains qui fournit une présentation de sociétés dont les notations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont exceptionnelles et exclut les sociétés dont les produits ont des impacts sociaux ou environnementaux négatifs.

notations ISR élevées et vendre des actions à faible notation ISR (*long-short strategy*) ils parviennent à obtenir les résultats suivants. Premièrement, les notes ISR passées sont de bons indicateurs de la rentabilité à venir des actions SR. De plus, la stratégie décrite précédemment permet, avec l'ISR, d'obtenir de très bons résultats. Enfin, Il faut adopter une approche positive ou 'best-in-class' pour obtenir des portefeuilles rentables. Une telle approche peut mener à des résultats allant jusqu'à un alpha de Jensen d'une valeur de 8.7% par an. Elle peut encore être optimisée en utilisant plusieurs critères et en ne gardant exclusivement que les fonds très bien notés. Dans une moindre mesure, ils concluent, ce que d'autres auteurs contestent (Revelli, 2013), que les coûts de transaction n'ont qu'un impact mineur sur la rentabilité.



### 3.4 Chercheurs et financiers en désaccord, un débat propre à un concept récent ?

Cette présentation du débat balaye les différents arguments d'une manière non-exhaustive mais globale. Les différents résultats sont synthétisés dans le tableau qui suit :

Moins rentable	Classique	Plus rentable
Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, et Chendi Zhang (2008) Une potentielle diversification moins importante qui engendrerait un couple rendement-risque moins efficace.	Social Rating Agency (2007) L'ISR est passé de mode.	Galema et al. (2008) L'ISR est plus rentable qu'un investissement classique.
Geczy, David, Levin (2005) La non-diversification du portefeuille aura des coûts supplémentaires.	Galema, Rients, Auke Plantinga, et Bert Scholtens (2008) Empiriquement, les marchés ne tiennent pas compte de la dimension SR ou non d'un investissement.	Kempf et Osthoff (2005) Des bonnes stratégies d'investissement peuvent mener à une rentabilité supérieure.
Galema, Rients, Auke Plantinga, et Bert Scholtens (2008) Les modèles théoriques montrent une sous rentabilité de l'ISR.	Revelli et Viviani (2012) L'ISR fonctionne, sur les marchés, comme un investissement classique.	
Revelli et Viviani (2012) La gestion des ISR peut engendrer des coûts supplémentaires.	Bello (2005) Rendement et diversification ne sont pas affectés par le caractère SR ou non SR.	

Tableau 5 Synthèse des résultats

Comme le rappelle Arjaliès (2010), il est souvent difficile de tirer des conclusions de ces études car ces dernières mesurent souvent des choses différentes. De plus, les données recueillies sont basées sur des notations. En effet, les entreprises établissent des reporting sociétaux et

ne sont pas évaluées sur leurs résultats, ainsi Revelli déclare (2013, p. 89) que « l'un des principaux points d'amélioration se situe sur la notation elle-même » des entreprises. Peut-être est-ce une première piste pour appréhender ce débat d'une manière plus rigoureuse ? Ajoutons que de nombreuses études se basent sur des données par pays ou région, il n'existe à l'heure actuelle aucun label ISR mondial. Dunfee (2003, p. 252) déclare que « l'ISR avait toutes les caractéristiques requises pour basculer sur une gestion mainstream, mais sous la condition qu'émergent des principes d'audit et de comptabilité sociale standard, et que les analystes financiers soient également spécialisés dans l'analyse extra financière ». En effet, de Brito (2006) rejoint Dunfee (2003) et pense qu'aucun fond ISR ne ressemble à un autre, et ceux que ce soit à une échelle française ou bien internationale.

Dunfee (2003) conclue que la profession d'auditeur social exigera une autorégulation vigilante soutenue par la surveillance d'un équivalent du *United States Securities Exchange Commission*. Ainsi, il manque encore de nombreuses structures à l'ISR même s'il faut rappeler que les premières agences de notations extra financières telles que ARESE en France ou Innovest aux Etats-Unis ont vu le jour dans les années 1980 (Revelli, 2013).

Finalement, un argument qui revient souvent dans ce débat est l'utilité de l'investisseur. On constate que la littérature a du mal à conclure sur l'ISR. En effet en plus d'être jeune, cette notion est victime de son approche multi-critérielle. C'est d'ailleurs pour cela que certains chercheurs comme par exemple Frédérique Déjean ont décidé de s'intéresser à l'utilisation des informations sociétales par les gérants de fonds et les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques. En effet, l'utilité des investisseurs SR n'est pas la même que celle des investisseurs classiques. Les préférences des investisseurs SR peuvent être représentées par une fonction d'utilité multi-attributs conditionnelle (Bollen 2007).

## Conclusion

Ainsi, l'ISR est un concept en perpétuelle évolution. Il s'inscrit dans une vision moderne de l'entreprise par sa dimension multi-critérielle mais peut s'avérer compliqué à cerner. Cependant, il établit un lien direct avec la RSE dans le sens où il peut l'impulser par différents billets : activisme actionnarial par exemple. Le débat propre à sa rentabilité financière est ponctué par son manque de consensus. Ainsi, une définition plus globale et un système d'audit complet pourraient permettre d'uniformiser cette notion et donc de trancher le débat. Dupré et al. (2006, 2009) proposent d'intégrer des critères éthiques dans la fonction d'utilité d'une partie des investisseurs avec des conséquences complexes sur les rentabilités des titres éthiques et conventionnels. L'utilisation des informations sociétales par les gérants de fonds et les caractéristiques psychologiques des investisseurs éthiques (Frédérique Déjean) en fond cependant, fondamentalement, un produit complexe.

La littérature au sujet de l'ISR nous fait sentir un concept en perpétuelle évolution, dans l'air du temps et avec un futur qui se structure actuellement.

## Table des figures et tableaux

Figure 2 Carte des parties prenantes : Vision de Friedman (Orange) et de Freeman (Gris) ...	15
Figure 3 L'ISR au carrefour des contraintes financières et extra-financières (Revelli, 2013, p.83) .....	18
Tableau 1 Fonds ISR appartenant au référentiel économique (Arjaliès, 2010, p.12) .....	9
Tableau 2 Fonds ISR appartenant au référentiel sociétal (Arjaliès, 2010, p.9) .....	10
Tableau 3 Proportion des ISR dans le monde relativement aux investissements totaux (GSIA, 2014, p.7).....	12
Tableau 4 L'ISR en quelques chiffres (Renneboog et al., 2008, p.1726) .....	12
Tableau 5 Synthèse des résultats .....	25

## Bibliographie

- AIF, Michael Chamberlain, CFP. "Socially Responsible Investing: What You Need To Know." *Forbes*. N.p., n.d. Web. 22 Nov. 2016.
- Arjaliès, Diane-Laure. "A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered." *Journal of Business Ethics* 92 57–78. Print.
- Arjaliès, Diane-Laure. "Qu'est-Ce Que l'Investissement Socialement Responsable." (2010): n. pag. *Google Scholar*. Web. 22 Nov. 2016.
- Bello, Zakri Y. "Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification." *Journal of Financial Research* 28.1 (2005): 41–57. Print.
- Bollen, Nicolas P. B. "Mutual Fund Attributes and Investor Behavior." *ResearchGate* 42.3 (2007): 683–708. *www.researchgate.net*. Web.
- Cardebat, Jean-Marie, and Nicolas Sirven. "Responsabilité sociale des entreprises et performance : un point de vue économique." *La Revue des Sciences de Gestion* 231–232 (2011): 115–121. Print.
- de Brito, César. "Isr : Comment Les Critères Extra-Financiers Impactent Les Objectifs de Gestion ?" *Revue d'économie financière* 85 (2006): 151–170. Print.
- Déjean, Frédérique. "L'investissement Socialement Responsable: Une Revue de La Littérature." *Technologie et Management de L'information: Enjeux et Impacts Dans La Comptabilité, Le Contrôle et L'audit*. N.p., 2002. CD–Rom. *Google Scholar*. Web. 24 Dec. 2016.
- Dunfee, Thomas W. "Social Investing: Mainstream or Backwater?" *Journal of Business Ethics* 43.3 (2003): 247–252. *link.springer.com.rpl.ensam.eu*. Web.
- Eurosif. *Eurosif SRI Study*. N.p., 2014. Print.
- Freeman, R. Edward Edward, and John McVea. "A Stakeholder Approach to Strategic Management." *SSRN Electronic Journal* (2001): n. pag. *www.academia.edu*. Web. 4 Jan. 2017.

- Friedman, Andrew L., and Samantha Miles. "Socially Responsible Investment and Corporate Social and Environmental Reporting in the UK: An Exploratory Study." *The British Accounting Review* 33.4 (2001): 523–548. *ScienceDirect*.
- Friedman, Milton. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits - Friedman.pdf." N.p., 1970.
- Galema, Rients, Auke Plantinga, and Bert Scholtens. "The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment." *Journal of Banking & Finance* 32.12 (2008): 2646–2654. *ScienceDirect*. Web.
- Geczy, Christopher, Robert F. Stambaugh, and David Levin. "Investing in Socially Responsible Mutual Funds." *Available at SSRN 416380* (2005): n. pag. *Google Scholar*. Web.
- Global Sustainable Investment Alliance. "Global Sustainable Investment Review." 2014: n. pag. Print.
- Kempf, Alexander, and Peer Osthoff. "The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance." *European Financial Management* 13.5 (2007): 908–922. *CrossRef*. Web.
- Lund-Thomsen, Peter, and Khalid Nadvi. "Clusters, Chains and Compliance: Corporate Social Responsibility and Governance in Football Manufacturing in South Asia." *Journal of Business Ethics* 93.S2 (2010): 201–222. *CrossRef*. Web.
- Margolis, Joshua D., Hillary Anger Elfenbein, and James P. Walsh. "Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance." N.p., 2007. Web.
- Maris, Bernard. "Antimanuel D'économie." 2003.
- Markowitz, Harry. "Portfolio Selection." *The journal of finance* 7.1 (1952): 77–91. Print.
- McGoey, Linsey. "Philanthrocapitalism and Its Critics." *Poetics* 40.2 (2012): 185–199. *CrossRef*. Web.
- Novethic. *Panorama Agences Notation Extrafinanciere*. N.p., 2013. Print.

- O'Rourke, Anastasia. "The Message and Methods of Ethical Investment." *Journal of Cleaner Production* 11.6 (2003): 683–693. *CrossRef*. Web.
- Porter, Michael E., and Claas van der Linde. "Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship.pdf." 1995: n. pag. Print.
- Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang. "Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior." *Journal of Banking & Finance* 32.9 (2008): 1723–1742. *CrossRef*. Web.
- Revelli, Christophe. "L'investissement Socialement Responsable. Origines, Débats et Perspectives." *Revue française de gestion* 39.236 (2013): 79–92. *CrossRef*. Web.
- Revelli, Christophe, and Jean-Laurent Viviani. "Performance Financière de L'investissement Socialement Responsable (ISR): Une Méta-Analyse." *Finance Contrôle Stratégie* 15–4 (2012): n. pag. *Google Scholar*. Web.
- Rosen, Barry N., Dennis M. Sandler, and David Shani. "Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: A Preliminary Empirical Investigation." *Journal of Consumer Affairs* 25.2 (1991): 221–234. *Wiley Online Library*. Web.
- Saulquin, Jean-Yves, and Guillaume Schier. "Responsabilité sociale des entreprises et performance." *La Revue des Sciences de Gestion* 223 (2011): 57–65. Print.
- Sparkes, Russell. "Socially Responsible Investment." *Handbook of Finance*. John Wiley & Sons, Inc., 2008. *Wiley Online Library*. Web.
- Sparkes, Russell, and Christopher J. Cowton. "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility." *Journal of Business Ethics* 52.1 (2004): 45–57. *link.springer.com*. Web.

## Annexes

Pour travailler, les auteurs ont pour la plupart constitué deux groupes de portefeuilles aux caractéristiques similaires à la seule différence près que l'un est ISR et l'autre non. En faisant la distinction entre ISR et non ISR.

Deux modèles sont régulièrement utilisés pour mesurer la performance espérée des différents portefeuilles et même si ce ne sont pas les seuls, leur apparitions répétées justifient que nous les détaillons ici : le Fama / French (1993) et le modèle Carhart (1997).

Le modèle de Fama / French est une régression semblable au CAPM mais cherche à expliquer la rentabilité obtenue par des caractéristiques spécifiques au titre. Nous le présentons ici avec les notations presque communes aux différents articles, ainsi d'après ce modèle, le rendement espéré s'exprime de manière linéaire comme suit :

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_{1i}(R_m - R_f) + \beta_{2i}SMB + \beta_{3i}HML + \varepsilon_i$$

$R_i - R_f$  est le rendement mensuel du portefeuille  $i$  au delà du taux sans risque ( $R_f$ )  
 $\alpha_i$  est l'alpha de Jense, s'il est supérieur à 0, cela signifie que le portefeuille bat son marché de référence.

**SMB** "Small [market capitalization] Minus Big" représente le facteur de risque lié à la taille  
**HML** "High [book – to

– market ratio] Minus Low" représente le facteur de risque lié au ratio VC/VM

$R_m - R_f$  est le facteur de risque lié au marché

Les différents  $\beta$  sont issus de la régression linéaire. Un bruit  $\varepsilon$  peut être introduit.

Le modèle de Carhart comprend un facteur supplémentaire :

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_{1i}(R_m - R_f) + \beta_{2i}SMB + \beta_{3i}HML + \beta_{4i}MOM + \varepsilon_i$$

**MOM** correspond au moment, il caractérise le fait que l'on puisse augmenter ses gains en achetant des actions qui ont été bien au cours des derniers 1-6 mois et la vente des actions négatives au cours des derniers 1-6 mois. Ce modèle contrôle l'impact du risque de marché, du facteur de taille, du facteur de comptabilisation sur le marché et du facteur de dynamique sur les rendements (Kempf et Osthoff, 2007).

Par la suite, pour mesurer les performances des différents portefeuilles, l'alpha de Jensen et le ratio de Sharpe sont régulièrement utilisés :

- $S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$
- $\bar{\alpha}_p = R_f + \beta_p(\bar{R}_m - R_f)$



