



Master Comptabilité Contrôle Audit

Année universitaire 2020-2021

LA PERFORMANCE DES FONDS D'INVESTISSEMENTS SOCIALEMENT RESPONSABLES DURANT LA CRISE SANITAIRE

Présenté par **ALIYEV Orhan**

Sous la direction de **LAMBERT Gilles**, enseignant-chercheur
SCHULLER Jean, expert-comptable

Remerciements

Ce travail est dédié en l'honneur de mon père qui nous aura quitté en cette année particulière, et qui aurait été fier de voir l'aboutissement de ces longues années de travail.

Par ailleurs, je tiens à remercier l'ensemble des personnes qui m'ont aidé, de près et de loin, à la rédaction de ce mémoire de fin d'études.

Je remercie ma mère et à mes sœurs pour le soutien qu'elles m'ont donné tout au long de mon cursus universitaire.

Merci à l'ensemble des enseignants que j'ai pu côtoyer à la Faculté des sciences économiques et de gestion de Strasbourg et à l'École de management de Strasbourg pour la transmission de leurs précieux savoirs.

Enfin, je remercie toute l'équipe du cabinet In Extenso à Schiltigheim pour l'accueil, l'accompagnement et la formation tout au long de la durée du stage de fin d'études.

Table des matières

Introduction	5
I. Généralités sur l'investissement socialement responsable.....	7
1. Historique de l'investissement socialement responsable	7
1.1. <i>La naissance des fonds éthiques</i>	7
1.2. <i>Des valeurs religieuses aux valeurs politiques et sociales</i>	8
1.3. <i>Des fonds aux valeurs sociétales</i>	9
1.4. <i>L'essor des critères ESG</i>	10
2. Définition et typologie des fonds ISR.....	11
2.1. <i>Tentative de définition de l'investissement socialement responsable</i>	11
2.2. <i>La typologie des fonds ISR</i>	12
2.2.1. Les fonds d'exclusion.....	12
2.2.2. Les fonds thématiques	13
2.2.3. Les fonds best-in-univers	13
2.2.4. Les fonds best-in-class	14
2.2.5. Les fonds d'engagement actionnarial.....	14
2.2.6. Les fonds à impact social	14
3. Le rôle de l'entreprise et sa performance financière	16
3.1. <i>L'unique responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits (Friedman, 1970)</i>	17
3.2. <i>La responsabilité de l'entreprise est d'agir dans l'intérêt de la société (Freeman, 1984)</i>	18
4. La mesure de la performance financière des fonds ISR.....	20
4.1. <i>Le ratio de Sharpe</i>	22
4.2. <i>Le ratio de Treynor</i>	23
4.3. <i>L'alpha de Jensen</i>	24
II. Un état de l'art sur la relation RSE/performance financière	26
1. Une absence de consensus sur une corrélation positive entre responsabilité sociétale et performance financière.....	26
1.1. <i>La nature de la relation</i>	27
1.1.1. Une relation positive	27
1.1.2. Une relation négative.....	28
1.1.3. Une relation neutre	30
1.2. <i>La forme de la relation</i>	30
2. La performance des fonds ISR	32
2.1. <i>L'investissement socialement responsable entraine une moindre diversification</i>	32
2.1.1. La moindre diversification, source de sous-performance	33
2.1.2. La moindre diversification, source de surperformance	33
2.1.3. La moindre diversification n'entraînerait ni sous-performance, ni surperformance	34
2.2. <i>Des performances similaires aux fonds classiques</i>	35
2.2.1. La performance des indices ISR.....	35
2.2.2. La performance des portefeuilles ISR	38
3. Une surperformance des fonds ISR en temps de crise	40
III. L'incidence de la crise sanitaire sur cette relation	42

1. Crise sanitaire et crise économique	42
1.1. Une résilience des fonds ISR	42
1.2. Une surperformance des fonds ISR au nombre de critères élevés	43
1.3. Une mise en avant du critère social	44
2. Hypothèses	45
3. Méthodologie.....	46
4. Données de la recherche.....	48
5. Analyse.....	49
6. Interprétation et discussion des résultats	51
6.1. Des fonds ISR moins risqués que leurs fonds classiques de référence	51
6.2. Une plus grande résilience des fonds ISR basés sur l'approche best-in-class	52
6.3. Une meilleure performance des fonds du secteur de la santé.....	53
7. Limites de l'étude	54
Conclusion.....	55
Bibliographie.....	57
Liste des tableaux et figures	63
Liste des abréviations	64
Annexe	65
Annexe 1 : Résumé des études sur la question de la performance financière des fonds ISR	65

Introduction

Le 12 mars 2020, le CAC40 affichait la pire journée de son histoire. Avec une baisse journalière de -12,28%¹, l'indice boursier regroupant les quarante plus grosses capitalisations françaises chutait à l'image de Wall Street. Dans un contexte où l'incertitude s'était installée dans les quatre coins du globe, suite à l'apparition d'un cygne noir² venu de L'Extrême-Orient, les marchés boursiers toussaient. Alors que la propagation mondiale du coronavirus entraînait le confinement de 3,9 milliards de personnes³, l'ensemble du tissu économique mondial en était affecté.

Toutefois, dans cette marée d'indicateurs rouges, les fonds d'investissements socialement responsables ont fait preuve de résilience lors de cette crise économique liée au Covid-19. Il s'appert que l'aspect humain, longtemps oublié par les marchés boursiers au détriment de l'aspect financier, a été remis au premier plan par la crise sanitaire. C'est dans ce contexte que les fonds d'investissements socialement responsables, à travers l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, ont bénéficié d'une plus grande confiance de la part des investisseurs. Conséquemment de cette confiance accrue envers les fonds d'investissements socialement responsables, ceux-ci ont affiché des performances financières supérieures aux fonds conventionnels lors de la crise économique liée à la crise sanitaire. La confiance envers les fonds d'investissements socialement responsables semble paradoxale compte tenu de l'ancienneté de ces fonds par rapport aux fonds traditionnels et la méconnaissance de ces fonds par le grand public⁴. C'est pourquoi, il convient de s'interroger sur la raison de ce paradoxe, qui a entraîné une surperformance financière des fonds ISR lors de la crise au premier trimestre de l'année 2020.

Les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance sont-ils à l'origine de la confiance accrue de la part des investisseurs envers les fonds d'investissements socialement responsables, lors de la crise économique liée au Covid-19 ?

¹ Capital, *Pire journée de l'histoire du CAC40, krach à Wall Street... la croissance inquiète*, 12 mars 2020.

² Selon Nassim Nicholas Taleb (2007), un cygne noir est un événement qui a une infime chance de se réaliser, mais qui aura des conséquences d'une portée considérable s'il vient à se réaliser.

³ Le Monde, *Coronavirus : quels pays sont confinés ?*, 30 mars 2020

⁴ Gestion de Fortune, *ISR : un concept encore méconnu du grand public*, octobre 2018.

L'objet de l'étude est d'analyser la performance financière des fonds d'investissements socialement responsables pendant la crise économique du premier semestre de l'année 2020, dans un but de connaître les causes de la surperformance engendrée par une confiance accrue envers ces fonds de la part des investisseurs. Pour ce faire, le ratio de Sharpe, le ratio de Treynor, l'alpha de Jensen, soit des outils d'évaluation de la performance financière issus du MEDAF, seront utilisés dans notre étude. Par ailleurs nous effectuerons également des mesures de la volatilité, dans un but d'analyser les risques liés aux fonds d'investissements socialement responsables.

Notre recherche sera divisée en trois parties. Nous présenterons dans un premier temps les concepts généraux entourant les fonds d'investissements socialement responsables, nécessaires à la conceptualisation du sujet (partie 1). Dans un second temps, nous passerons en revue les recherches précédentes sur la relation entre la performance sociétale et la performance financière (partie 2). En dernier lieu, nous étudierons cette relation dans le cadre de la crise économique liée à la crise sanitaire (partie 3).

I. Généralités sur l'investissement socialement responsable

1. Historique de l'investissement socialement responsable

L'évolution des formes de l'investissement socialement responsable se construit sur quatre générations. Dans un premier temps basé sur l'éthique fondée sur des valeurs morales et religieuses, l'investissement socialement responsable s'institutionnalise au cours du siècle dernier, jusqu'à l'apparition de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

1.1. La naissance des fonds éthiques

Traditionnellement, les grandes religions monothéistes sont les premières structures à concilier les valeurs éthiques et l'argent. En effet, elles interdisent l'intérêt, l'usure et la spéculation afin de ne pas nuire au bien-être collectif. A ce sujet, l'Ancien Testament rapporte « *Si tu prêtes de l'argent à mon peuple, au pauvre qui est avec toi, tu ne te comporteras point avec lui en usurier ; vous ne mettrez point sur lui d'usure* ». ⁵

Ainsi, c'est au XXIIIème siècle que naissent les fonds ISR de première génération, dits « éthiques », pratiquant l'approche de l'exclusion sectorielle (cf. partie 1, section 2). En effet, les Quakers américains, préoccupés par le bien-être collectif, entreprennent des actions de prêt d'argent à la communauté afin que personne ne manque de moyens. Pour aider leurs voisins, il leur faut des liquidités suffisantes dans le but d'être en capacité de prêter de l'argent à l'ensemble de la communauté. C'est pourquoi, les Quakers investissent pour fructifier leurs capitaux financiers, et par conséquent octroyer plus de prêts. Cependant, il serait incohérent de placer leur argent dans ce qui n'est « pas bien » s'ils veulent faire du bien. C'est la raison pour laquelle, ils refusent d'investir dans certains secteurs d'activités jugés contraires aux valeurs religieuses, comme le commerce des armes ou la vente d'esclaves. ⁶

⁵ La Bible, *Exode 22:25*.

⁶ PERIN Franca, QUAIREL-LANOIZELÉE Françoise, *L'ISR : Valeur financière – Valeur éthique ?*, Economica édition, septembre 2012.

Par ailleurs, c'est en 1928 que naît officiellement le premier fonds éthique dans le monde. Au début du XX^{ème} siècle la gestion de l'épargne passe par la détention de fonds constitués d'actions et d'obligations. C'est dans ce contexte que le Conseil Fédéral des Églises Américaines crée le Pioneer Fund afin de concilier les performances financières avec les valeurs religieuses. Ainsi, le Pioneer Fund s'oppose aux *sins stocks*, soit les « actions du péché », considérées comme contraires aux valeurs morales, en excluant les actions des entreprises des secteurs de l'alcool, des jeux et du tabac. L'approche pratiquée est ainsi toujours celle de l'exclusion sectorielle.

1.2. Des valeurs religieuses aux valeurs politiques et sociales

C'est dans les années 1970 qu'apparaissent les fonds ISR de seconde génération. Par comparaison aux fonds de première génération, ces fonds ne concilient pas les valeurs religieuses avec la performance financière, mais ils allient les valeurs politiques et sociales avec la performance financière. C'est dans un contexte de contestation politique aux États-Unis que les fonds éthiques deviennent un outil d'activisme actionnarial, afin d'influencer les orientations stratégiques des entreprises. De ce fait, des fonds s'opposant à des comportements des gouvernements jugés « inacceptables » voient le jour, en excluant, à titre d'exemple, de leurs investissements les entreprises travaillant avec l'Afrique du Sud et les entreprises du secteur de l'armement pendant la guerre du Vietnam. Ainsi, ces fonds pratiquent l'approche de l'exclusion normative (cf. partie 1, section 2) en écartant les entreprises violant les droits de l'homme, afin de faire pression sur les gouvernements et les entreprises aux comportements contestés.

Il convient de souligner que ces fonds ISR de seconde génération basés sur l'approche de l'exclusion sont toujours très présents et majoritaires aux États-Unis. Cela n'est pas sans rappeler que le mouvement *Black Lives Matter* a remis à jour aux États-Unis l'investissement à valeurs politique et sociale. Entre autres exemples, la génération Y aux États-Unis s'avère plus engagée que leurs aînés dans l'investissement pour la justice sociale et pense que « *le vote*

*qu'ils font avec leurs dollars peut avoir plus d'impact que le vote qu'ils expriment dans les urnes ».*⁷

1.3. Des fonds aux valeurs sociétales

A la lumière de ce qui précède, dans les années 1990 apparaissent les fonds ISR de troisième génération, c'est-à-dire les fonds ISR aux valeurs sociétales. Ces fonds aux valeurs sociétales prennent en compte les attentes des parties prenantes et les objectifs de développement durable en se fondant sur la règle des 3 P « People, Planet, Profit ».⁸

Dans un autre ordre d'idées que les fonds de premières et secondes générations, les fonds aux valeurs sociétales sont basés sur des choix positifs. C'est-à-dire que les entreprises sont évaluées en fonction de leurs performances sociétales, et celles obtenant les meilleures notes, autrement dit les entreprises les plus responsables, sont sélectionnées pour faire partie des fonds ISR. Conformément à ce qui précède, dans ce contexte il ne s'agit plus d'exclure des entreprises en fonction de critères négatifs liés à la nature de leur activité, mais d'inclure les entreprises obtenant la meilleure performance sociétale.

L'évaluation de la performance sociétale des entreprises se fait à travers un concept qui émerge dans les années 1990, la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE). La Commission Européenne (2011) définit la RSE comme « *l'intégration volontaire des préoccupations sociales et écologiques des entreprises à leurs activités commerciales et leurs relations avec leurs parties prenantes* ».⁹

Il convient de souligner que les fonds ISR pratiquant l'exclusion sont majoritaires aux États-Unis. A contrario, en France les fonds ISR à critères positifs dominant. Cette position s'appuie sur le poids des entreprises françaises. En effet, en France en raison du poids des entreprises des secteurs de l'armement, du nucléaire et de l'industrie pétrolière dans les fonds d'investissements, il s'avère compliqué d'exclure ces entreprises des fonds sans détériorer la

⁷ CORNFIELD Jill, *Millennials look to make a social impact with their investing dollar, study finds*, 15 juillet 2020.

⁸ University of Wisconsin, *The triple bottom line*, 1er avril 2021.

⁹ Commission européenne, *Troisième communication sur la RSE*, 25 octobre 2011.

performance financière. De ce fait, la constitution des fonds ISR en France basée sur une approche best-in-class (cf. partie 1, section 2), soit la sélection des entreprises obtenant les meilleures performances sociétales indépendamment de leurs secteurs d'activités, semble plus appropriée.

1.4. L'essor des critères ESG

Parallèlement à la démocratisation de l'investissement socialement responsable, apparaissent dès 2006 les critères ESG. Les fonds aux valeurs sociétales deviennent des fonds de quatrième génération caractérisés par des critères extra-financiers désignés par l'acronyme ESG (Environnement, Social, Gouvernance). De même que les fonds de troisième génération, les critères sociaux et environnementaux sont pris en compte. Cependant, les critères ESG vont plus loin en intégrant les préoccupations liées à la gouvernance. De ce fait, les fonds ISR utilisent les critères ESG dans un but d'analyser la performance sociétale des entreprises et sélectionner les entreprises les plus performantes en termes de performance extra-financière.

Les critères ESG sont multiples, c'est-à-dire que pour une entreprise donnée, chaque composante (Environnement, Social, Gouvernance) dispose de zéro, un ou plusieurs critères. D'après les données empiriques, les fonds ayant beaucoup de critères ESG tendent à avoir de meilleures performances financières que les fonds composés de peu de critères ESG (cf. partie 2, section 2).

Tableau I : Exemple d'éléments pris en compte par les critères ESG

Environnement	Social	Gouvernance
Consommation d'énergie	Droits de l'homme	Qualité du management
Pollution	Travail forcé des enfants	Indépendance du conseil d'administration
Changement climatique	Engagement communautaire	Conflits d'intérêts
Production de déchets	Santé et sécurité	Rémunération des dirigeants
Préservation des ressources naturelles	Relations avec les parties prenantes	Transparence et divulgation des informations

Source : Investopedia¹⁰

¹⁰ ZHOU Michelle, *ESG, SRI, and impact investing: what's the difference?*, 22 août 2019.

Les critères ESG renforcent la moralisation des investissements dans un but attirer tout public dans l'investissement des fonds ISR, au-delà des activistes actionnariales des premières générations. En effet, à contrario des générations de fonds ISR précédents, l'approche ESG est moins conflictuelle que l'approche de l'activisme actionnarial. L'approche ESG passe par un engagement des investisseurs, avec des actionnaires disposant de droits pour obtenir plus d'informations sur les entreprises et voter lors des assemblées générales, par conséquent jouant un rôle déterminant pour pousser les entreprises à être plus responsables.

2. Définition et typologie des fonds ISR

L'investissement socialement responsable étant en constante évolution, il est pour l'instant globalement difficile d'établir une définition définitive. C'est dans ce contexte qu'à ce sujet l'AMF rapporte sur l'ISR en 2015 « *un concept polymorphe et évolutif parfois difficile à appréhender* ». ¹¹

2.1. Tentative de définition de l'investissement socialement responsable

Le marché financier constitue un moyen de financement des entreprises. En ce point, il permet la rencontre des investisseurs présentant un excédent de liquidité et les entreprises ayant un besoin de liquidité. En échange de l'investissement, les investisseurs cherchent à tirer un revenu de leur placement, sous la forme de dividende, d'intérêt, ou de plus-value sur la revente.

L'investissement socialement responsable représente un investissement qui, en plus des critères financiers, prend également en considération les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Il a pour objectif de moraliser la finance en donnant un sens aux placements des investisseurs. Pour ce faire, en plus des critères financiers, les investisseurs prennent en compte des critères extra-financiers dans leur décision d'investissement. C'est pourquoi, la mesure de la performance de l'investissement socialement responsable se fait par la mesure de la performance sociétale, en plus de la mesure de la performance financière. ¹²

¹¹ Autorité des marchés financiers, *Rapport de l'AMF sur l'ISR dans la gestion collective*, novembre 2015.

¹² TOUMA Alexandre, *L'investissement responsable*, Revue Banque édition, octobre 2018.

L'Association Française de Gestion propose en 2013 de l'ISR la définition suivante : « *L'ISR (Investissement Socialement Responsable) est un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable* ». ¹³

2.2. La typologie des fonds ISR

L'approche de l'investissement socialement responsable se base sur le filtrage et la sélection de titres d'entreprises responsables. Il n'existe pas de composition commune aux fonds ISR. Si le point commun des fonds ISR est la recherche de performance financière tout en conciliant les valeurs économiques, sociales et de gouvernance, la composition de ceux-ci diffère selon la conviction des investisseurs.

Quoi qu'il en soit, plusieurs types de fonds ISR existent.

2.2.1. Les fonds d'exclusion

Les fonds d'exclusion sont basés sur l'éthique fondée sur des valeurs morales, religieuses, sociales ou politiques. Le principe de ces fonds est d'écarter certaines entreprises des fonds d'investissement.

On référence principalement deux types d'exclusion :

- L'exclusion sectorielle consiste à écarter les entreprises de certains secteurs en raison de leurs activités considérées comme contraire aux valeurs morales ou sociales. Les secteurs exclus concernent principalement l'armement, le tabac, l'alcool, le jeu d'argent, les OGM, la pornographie et le nucléaire. Toutefois, les secteurs exclus varient en fonction des différences culturelles entre les pays. À titre d'exemple, il est vrai que

¹³ Association Française de Gestion, *Définition de l'ISR*, juillet 2013.

les entreprises du secteur de l'alcool sont exclues des fonds ISR en Turquie, en revanche en France les entreprises du secteur de l'alcool ne sont pas considérées comme « immorales » et ne sont, par conséquent, pas écartées des fonds ISR.¹⁴

- L'exclusion normative s'applique à l'ensemble des portefeuilles de gestion. Il s'agit d'exclure certaines entreprises de tous les fonds pour non-respect des règles internationales.

2.2.2. Les fonds thématiques

A l'inverse des autres catégories de fonds, à travers les fonds thématiques les investisseurs « contrôlent » la sélection de titres. Ainsi, les fonds thématiques sélectionnent exclusivement des entreprises des secteurs d'activité liés au développement durable, tels que les entreprises des énergies renouvelables, du traitement d'eau, du changement climatique, de la santé ou du vieillissement de la population. Par le fait même, les problématiques liées aux fonds thématiques sont globales, de ce fait, les fonds thématiques ont un périmètre géographique d'investissement plus étendu que les autres catégories de fonds.

2.2.3. Les fonds best-in-univers

Les fonds best-in-univers sélectionnent les entreprises les mieux notées d'un aspect extra-financier, tout en faisant abstraction de leur secteur d'activité. De ce fait, certains secteurs moins vertueux où toutes les entreprises sont mal notées peuvent être amenés à être complètement écartés des fonds d'investissements basés sur l'approche best-in-univers.

¹⁴ GUICHARD Aurélien, *ISR : Investissement socialement responsable*, 13 décembre 2019.

2.2.4. Les fonds best-in-class

Les fonds best-in-class utilisent les critères ESG dans un but d'analyser la performance sociétale des entreprises et sélectionner les entreprises les plus performantes en termes de performance extra-financière de chaque secteur. Par ailleurs, il convient de souligner que l'approche best-in-class reste la plus populaire en France.

Contrairement aux fonds de l'approche best-in-univers, les fonds best-in-class prennent en compte des entreprises de tous les secteurs d'activité, afin d'éviter tout risque de sous-performance. En effet, ce n'est pas sans rappeler qu'un fonds ISR peut amener à l'exclusion d'un secteur entier si le secteur est moins vertueux que d'autres. Or selon *la théorie moderne du portefeuille* (Markowitz, 1952), une moindre diversification conduit à une augmentation du risque du portefeuille, et par conséquent, à long terme, à une moindre performance financière du portefeuille. De ce fait, construire un portefeuille composé de titres dont la covariance est négative, c'est-à-dire des titres suffisamment différents, permet de limiter le risque spécifique, et par conséquent augmente la performance financière du portefeuille (cf. partie 2, section 2).¹⁵

2.2.5. Les fonds d'engagement actionnarial

Les fonds d'engagement actionnarial conviennent aux investisseurs qui souhaitent s'engager et avoir un impact à travers le dialogue direct sur les actions des entreprises. En effet, à travers l'utilisation de leur droit d'information pour obtenir plus d'informations sur les entreprises et de leur droit de vote lors des assemblées générales, les actionnaires prennent position sur des critères ESG et jouent un rôle essentiel pour pousser les entreprises à être plus responsables.

2.2.6. Les fonds à impact social

Comme son nom le suggère, l'investissement dans des fonds à impact social a pour but de générer un impact sur la société. Le Global Impact Investing Network définit l'investissement

¹⁵ MARKOWITZ Harry, Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pages 77 à 91, mars 1952.

à impact social comme des « *investissements faits intentionnellement dans l'idée de créer des impacts sociaux et environnementaux positifs au-delà du seul rendement financier* ». ¹⁶

Il convient de souligner que les fonds à impact social visent à produire un impact sur l'ensemble de la société, et non pas sur l'environnement d'une entreprise en particulier, en définissant un objectif à réaliser. A titre d'exemple, la société de conseil McKinsey a évalué le coût des dépenses sociales de l'Allemagne en augmentation pour le porter à 50 milliards d'euros en 2025, de ce fait, certains fonds d'investissements à impact social ont pour objectif de faire face aux défis sociaux futurs en fixant un objectif à atteindre à l'avenir, afin de faire face aux défis sociaux futurs de l'Allemagne. ¹⁷

A contrario des autres catégories de fonds ISR, dans l'investissement dans des fonds à impact social, la recherche de la performance financière n'est pas la principale motivation des investisseurs. La croissance de ce type de fonds est très forte chez les institutionnels. Selon l'exemple précédent, en Allemagne en 2016, 70 millions d'euros étaient mobilisés pour les défis futurs du pays liés à l'augmentation de l'espérance de vie et le nombre prochain de départs en retraite. En 2020, ce montant, encore difficilement mesurable, s'avère toutefois être de plusieurs milliards d'euros. ¹⁸

¹⁶ Global impact investing network, *Impact investing*, 2009.

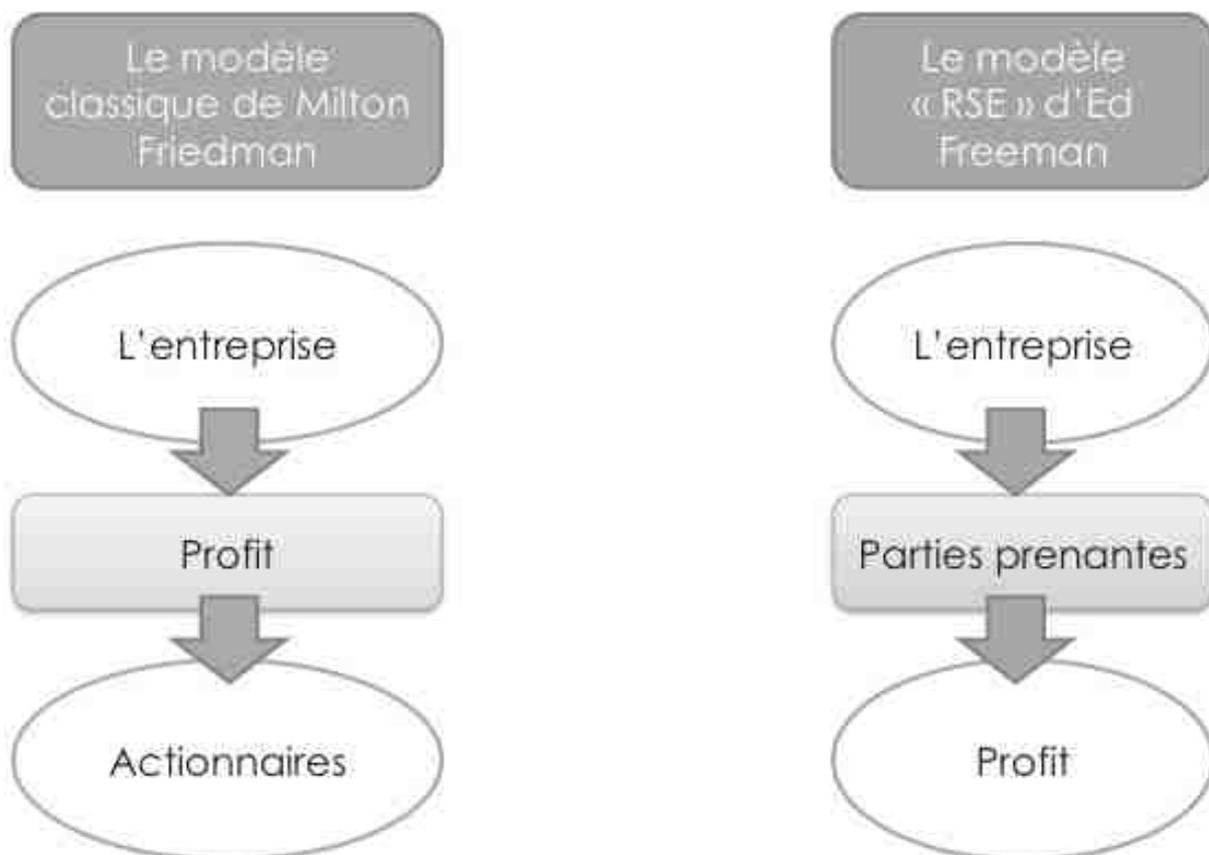
¹⁷ McKinsey & Company, *Achieving impact for impact investing: a road map for developed countries*, mars 2016.

¹⁸ Bundesinitiative impact investing, *Impact investing in Germany 2020 – a dynamic growth market*, juin 2020.

3. Le rôle de l'entreprise et sa performance financière

L'investissement socialement responsable, et plus généralement la responsabilité sociétale des entreprises entraînent la question du rôle de l'entreprise et, de surcroît, de sa performance financière. En considération de ce qui précède, la question suivante revient : l'entreprise doit-elle agir dans l'intérêt de l'ensemble de ses parties prenantes, ou bien doit-elle agir dans le seul intérêt de ses actionnaires ? Vis-à-vis de cette question, deux principales approches se confrontent ; la théorie classique (Friedman, 1970) soutient que l'entreprise doit agir dans le seul intérêt des actionnaires, tandis que *la théorie des parties prenantes* (Freeman, 1984) affirme que l'entreprise doit prendre en compte les intérêts de l'ensemble des parties prenantes (figure 1).

Figure 1 : L'approche des shareholders et l'approche des stakeholders



Source : Spidermak¹⁹

¹⁹ Spidermak, *Ed Freeman et la théorie des parties prenantes*, avril 2014.

3.1. L'unique responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits (Friedman, 1970)

Milton Friedman soutient l'*approche des shareholders* (1970), selon laquelle « *l'unique responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits* ». ²⁰ En d'autres termes, l'entreprise doit toujours agir dans le seul intérêt des actionnaires. En effet, il convient de rappeler que l'entreprise est détenue par ses actionnaires qui investissent leur liquidité dans l'entreprise, en échange du droit de participer aux assemblées générales, du droit d'être informées sur le fonctionnement de la société et du droit à percevoir des dividendes. En définitive, les actionnaires cherchent à tirer un revenu de leur investissement. C'est pourquoi, les dirigeants de l'entreprise ont pour mission de maximiser le profit de l'entreprise, afin de satisfaire les intérêts des propriétaires de la firme, soit des actionnaires.

Cependant, il convient de souligner que les dirigeants ont également des intérêts propres à eux, qui ont tendance à diverger avec les intérêts des actionnaires. A titre d'exemple, si les actionnaires cherchent à maximiser leur profit, les dirigeants tendent à avoir d'autres objectifs, tels que de meilleures rémunérations, plus de pouvoir, plus de prestige, etc. De surcroît, les dirigeants disposent de plus d'informations sur l'entreprise que les actionnaires, il leur est donc plus aisé de poursuivre leurs objectifs propres plutôt que l'objectif des actionnaires, soit celui de la maximisation du profit.

A la suite de cette divergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, Jensen et Meckling établissent *la théorie de l'agence* (1976). Selon cette théorie, la relation d'agence est décrite « *comme un contrat par lequel une (ou plusieurs) personne (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent* ». ²¹ Ainsi, dirigeants et actionnaires cherchent chacun à respecter leurs intérêts en établissant des contrats. Par ailleurs, ces contrats engendrent des coûts, appelés coûts d'agence, qu'il convient de réduire. Par conséquent, les actionnaires peuvent par exemple distribuer des stock-options aux dirigeants, ou mettre en place une

²⁰ FRIEDMAN Milton, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *The New York Times Magazine*, page 17, 13 septembre 1970.

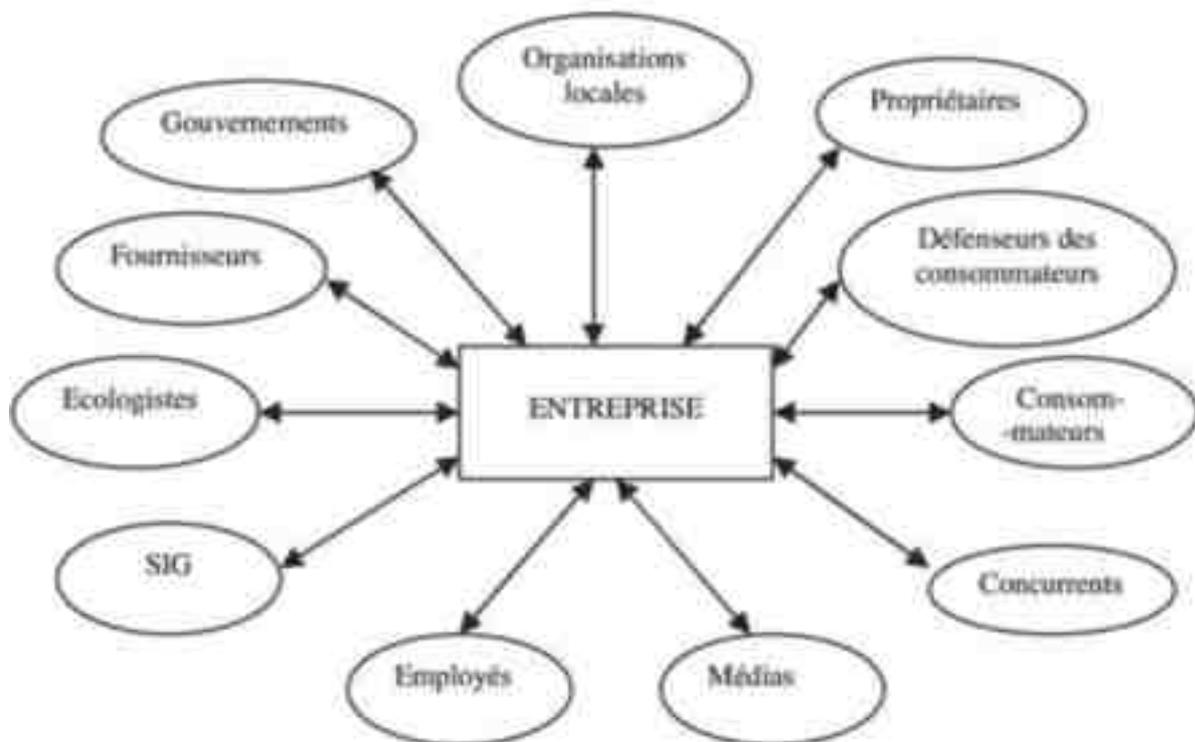
²¹ JENSEN Michael, MECKLING William, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3 n° 4, page 308, octobre 1976.

rémunération variable supplémentaire pour les dirigeants en fonction de la performance financière de l'entreprise, afin de concilier les intérêts des deux parties.

3.2. La responsabilité de l'entreprise est d'agir dans l'intérêt de la société (Freeman, 1984)

Edward Freeman propose *la théorie des parties prenantes* (1984) selon laquelle une entreprise doit prendre en considération les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. De la même manière que dans la théorie classique préconisée par Friedman, l'entreprise doit prendre en compte les considérations des actionnaires. A ceci près que selon l'approche des stakeholders, soit la théorie des parties prenantes, l'entreprise ne doit pas seulement chercher la maximisation du profit afin de satisfaire les actionnaires, mais elle doit également satisfaire les intérêts des autres parties prenantes de son environnement.²²

Figure II : Cartographie des parties prenantes



Source : MULLENBACH Astrid

²² MULLENBACH Astrid, L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/1 (n°223), pages 109 à 120.

Freeman définit une partie prenante comme « *tout groupe d'individus ou tout individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs organisationnels* ». ²³

D'après cette définition, les parties prenantes incluent les actionnaires, les employés, les clients, les fournisseurs, les consommateurs, le gouvernement, les médias, les organisations locales, les concurrents, les écologistes, les syndicats, etc. (figure II).

La théorie des parties prenantes soutient que l'entreprise a la responsabilité de satisfaire les intérêts de l'ensemble des parties prenantes et de créer de la valeur pour chacune d'entre elles. De ce fait, la théorie des parties prenantes affirme que la performance des entreprises doit être mesurée différemment afin de prendre en compte l'impact de l'entreprise sur l'ensemble des parties prenantes. En effet, on s'entend pour dire que la performance financière mesure seulement la valeur ajoutée pour les actionnaires. C'est la raison pour laquelle Freeman suggère que la mesure de la valeur ajoutée par l'entreprise prenne en compte des critères extra-financiers, en mesurant la performance sociétale.

Par ailleurs, la théorie des parties prenantes suppose que la prise en compte des intérêts de l'ensemble des stakeholders et les interactions avec chacune d'entre elles entraîne au final une augmentation de la performance financière. Entre autres exemples, cela tombe sous le sens que des employés motivés produisent mieux, par conséquent les clients tirent plus de valeur ajoutée du bien ou du service consommé, de ce fait l'entreprise bénéficie d'une meilleure réputation et ses ventes augmentent. C'est la raison pour laquelle la performance financière de l'entreprise augmente, conséquemment l'intérêt des actionnaires est satisfait (figure I).

²³ FREEMAN Edward, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman edition, 1984.

4. La mesure de la performance financière des fonds ISR

En considération des différentes approches qui précèdent, il convient d'évaluer l'impact de la performance sociétale des entreprises sur leur performance financière, afin de déterminer quelle vision, entre l'approche des stakeholders et l'approche des shareholders, correspond à la réalité. Cette section présente les différents outils d'évaluation de la performance financière, qui seront utilisés plus loin dans notre étude (cf. partie 3).

Avant toute chose, il convient de souligner que le risque d'une action est composé d'un risque spécifique et d'un risque de marché. Le premier risque est diversifiable, c'est-à-dire qu'on peut, en théorie, l'éliminer par la diversification du portefeuille. Quant au risque de marché, il n'est pas diversifiable (cf. partie 2, section 2). Dans cet ordre d'idées, *le modèle d'évaluation des actifs financiers* (Jack Treynor, 1961) permet d'évaluer la rentabilité attendue d'une action par son risque non diversifiable.²⁴

Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) est modélisé comme suit :

$$E(r) = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Avec :

- $E(r)$: l'espérance de rentabilité du titre
- r_f : la rentabilité de l'actif sans risque, représenté par les Bons du trésor
- β : le risque associé au titre, il exprime la sensibilité du titre aux variations du marché
- r_m : la rentabilité du marché
- $(r_m - r_f)$: la prime de risque en investissant dans des actions plutôt que dans des obligations assimilables du Trésor (OAT)

On s'entend dire qu'en finance le risque est corrélé positivement avec la rentabilité attendue. En effet, les investisseurs attendent une rentabilité de leur placement. Or, si le risque du placement est élevé, il est naturel que les investisseurs exigent plus de rentabilité afin d'être incités à placer leur argent. Dans cette optique, β exprime le risque du titre, ainsi si :

²⁴ TREYNOR Jack, *Market Value, Time, and Risk*, août 1961.

- $\beta > 1$: le titre se caractérise par un titre plus risqué que le marché. De ce fait, il est plus sensible aux variations du marché. En d'autres mots, il est décrit comme un titre offensif. Il est souvent associé à des start-up.
- $\beta < 1$: le titre est moins risqué que le marché. Par conséquent, il amortit les variations du marché. On le décrit comme un titre défensif. Il est souvent associé à des titres de grandes entreprises, dont les finances sont saines, tels que, en théorie, des entreprises du CAC40.
- $\beta = 1$: le titre est aussi risqué que le marché.

Entre autres exemples, sur un marché donné où la rentabilité du marché est de 6%, et la rentabilité de l'actif sans risque de 1,5%, les entreprises A et B ont respectivement un β de 2 et 0,5.

Alors, l'entreprise A dont le $\beta = 2$, est deux fois plus risquée que le marché. Il accentue les variations du marché. Il est recommandé d'investir dans cette entreprise si on anticipe une hausse prochaine de la valeur des titres du marché.

Quant à l'entreprise dont $\beta = 0,5$, son risque est deux fois inférieur au marché. Il amortit les variations du marché. Il est recommandé d'investir dans ces titres sur un marché incertain, dans un but de limiter les pertes éventuelles liées à l'investissement.

Alors,

$$E(r_A) = 1,5\% + 2 * (6\% - 1,5\%) = 10,5\%$$

$$E(r_B) = 1,5\% + 0,5 * (6\% - 1,5\%) = 3,75\%$$

Ces résultats confirment la corrélation positive entre le risque associé au titre d'une entreprise et sa rentabilité attendue.

Ainsi, à travers les études précédentes, différents outils de mesure de la performance financière basés sur le MEDAF sont utilisés pour déterminer l'impact de la performance sociétale sur la performance financière des fonds ISR. Les méthodes de mesure de la performance financière des fonds ISR les plus courants sont le ratio de Sharpe, le ratio de Treynor et l'alpha de Jensen.

4.1. Le ratio de Sharpe

Selon ce qui précède, le *ratio de Sharpe*, un indice de mesure de la rentabilité du portefeuille par rapport au risque total de celui-ci, est créé par William Sharpe en 1966.²⁵

La formule du ratio de Sharpe est la suivante :

$$S_p = \frac{\tilde{E}(r_p) - r_f}{\sigma(r_p)}$$

$$\hat{S}_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma(r_p)}$$

Avec :

- \bar{r}_p : l'espérance de rentabilité du portefeuille
- \bar{r}_f : la rentabilité de l'actif sans risque, souvent des OAT
- $\sigma(r_p)$: le risque total du portefeuille

Le ratio de Sharpe permet de comparer l'écart de rendement généré par l'investissement dans le portefeuille par rapport à l'investissement dans l'actif sans risque, ramené au risque total du portefeuille.

De ce fait, le ratio de Sharpe peut être interprété comme suit :

- $\hat{S}_p > 1$: l'investissement dans le portefeuille est plus rentable que l'investissement dans l'actif sans risque.
- $\hat{S}_p < 1$: ajusté au risque du portefeuille, la performance financière du portefeuille est insuffisante. De ce fait, l'investissement dans le portefeuille est moins rentable que l'investissement dans l'actif sans risque.

A titre d'exemple, si un portefeuille présente une espérance de rentabilité de 12%, un risque de 5% et que l'actif sans risque est de 2%.

²⁵ SHARPE William, Mutual Fund Performance, *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part 2: Supplement on Security Prices, pages 119 à 138, janvier 1966.

Alors :

$$\hat{S}_p = \frac{12\% - 2\%}{5\%} = 2$$

Ce résultat montre qu'ici, ajusté au risque, le portefeuille a réalisé une performance supérieure à l'actif sans risque. En effet, 1 point de volatilité a permis de générer 2 points de rentabilité.

4.2. Le ratio de Treynor

Dans la même veine que le ratio de Sharpe, le *ratio de Treynor* (Jack Treynor, 1965), mesure la rentabilité du portefeuille, ramené au risque. Cependant, à contrario du ratio de Sharpe, la variable de risque ici n'est pas le risque total. En effet, le ratio de Treynor mesure la performance par rapport au risque de marché, ou en d'autres termes, le risque qu'on ne peut pas diversifier.

La formule du ratio de Treynor est la suivante :

$$T_p = \frac{\tilde{E}(r_p) - r_f}{\beta_p}$$

$$\hat{T}_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\hat{\beta}_p}$$

Avec :

- \bar{r}_p : l'espérance de rentabilité du portefeuille
- \bar{r}_f : la rentabilité de l'actif sans risque, souvent des OAT
- $\hat{\beta}_p$: le risque non-diversifiable du portefeuille, ou en d'autres termes, la moyenne pondérée des β des titres du portefeuille.

Ainsi, le ratio de Treynor permet de comparer l'écart de rendement généré par l'investissement dans le portefeuille par rapport à l'investissement dans l'actif sans risque, ramené au risque non-diversifiable du portefeuille.

De ce fait, le ratio de Treynor peut être interprété comme suit :

- $\hat{T}_p > 1$: l'investissement dans le portefeuille est plus rentable que l'investissement dans l'actif sans risque.
- $\hat{T}_p < 1$: ajusté au risque non-diversifiable du portefeuille, la performance financière du portefeuille est insuffisante. De ce fait, l'investissement dans le portefeuille est moins rentable que l'investissement dans l'actif sans risque.

4.3. L'alpha de Jensen

L'alpha de Jensen développé par Michael Jensen en 1967 est également un outil de mesure de la performance financière des portefeuilles. A contrario du ratio de Sharpe et du ratio de Treynor, l'alpha de Jensen mesure la performance du portefeuille de manière absolue. Il mesure le rendement anormal, c'est-à-dire le rendement final auquel on soustrait le rendement prédit par le MEDAF.²⁶

La formule de l'alpha de Jensen est la suivante :

$$\alpha_p = \tilde{E}(r_p) - [r_f + (E(r_m) - r_f) * \beta_p]$$

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + (\bar{r}_m - \bar{r}_f) * \hat{\beta}_p]$$

Avec :

- \bar{r}_p : l'espérance de rentabilité du portefeuille
- \bar{r}_f : la rentabilité de l'actif sans risque, souvent des OAT

²⁶ JENSEN Michael, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 2, pages 389 à 416, 1967.

- $\hat{\beta}_p$: le risque non-diversifiable du portefeuille, ou en d'autres termes, la moyenne pondérée des β des titres du portefeuille.
- $(r_m - r_f)$: la prime de risque de marché

De ce fait, l'alpha de Jensen peut être interprété comme suit :

- $\alpha_p > 0$: La performance financière du portefeuille a des rendements anormaux positifs par rapport aux prédictions du MEDAF. Autrement dit, le portefeuille performe mieux que le marché.
- $\alpha_p < 0$: La performance financière du portefeuille a des rendements anormaux négatifs par rapport aux prédictions du MEDAF. Autrement dit, le portefeuille performe moins bien que le marché.

Pour clore cette partie, nous avons précédemment posé les bases de l'investissement socialement responsable. Cela n'est pas sans rappeler que l'investissement socialement responsable et la responsabilité sociétale des entreprises sont deux termes étroitement liés. Aujourd'hui, parmi les deux principales approches des stakeholders et des shareholders qui se confrontent, l'approche de Edward Freeman semble davantage se rapprocher de la réalité. En effet, les dernières données empiriques montrent que les fonds d'investissements socialement responsables ont surperformé durant la crise sanitaire. Toutefois, de nombreuses études ont été menées sur la question depuis des décennies et les points de vue divergent. Il convient d'analyser dans la seconde partie, les résultats des études précédentes sur la question de la relation RSE/Performance financière.

II. Un état de l'art sur la relation RSE/performance financière²⁷

1. Une absence de consensus sur une corrélation positive entre responsabilité sociétale et performance financière

Au cours des dernières décennies, plusieurs travaux ont tenté d'expliquer la relation entre la RSE et la performance financière des entreprises. Plus d'une centaine d'études académiques ont été menées, mais il en a résulté des conclusions mixtes et contrastées. Par conséquent, il y a de façon générale une absence de consensus sur cette relation. Ainsi, Preston et O'Bannon (1997) proposent un tableau de six hypothèses (tableau II), récapitulant les différentes hypothèses théoriques émises sur la relation RSE/performance financière. Gomez (2001) ajoute une septième hypothèse, celle de l'absence de l'absence de lien dans cette relation.²⁸

Tableau II : Relations théoriques entre la RSE et la performance financière des entreprises

Corrélation Causalité	Positive	Neutre	Négative
RSE → Performance financière	Hypothèse de l'impact social (Freeman, 1984)	Hypothèse des variables modératrices et intermédiaires (Ullman, 1985 ; Waddock et Graves, 1997)	Hypothèse de l'arbitrage (Friedman, 1962, 1970 ; Vance, 1975)
Performance financière → RSE	Hypothèse des fonds disponibles (Waddock et Graves, 1997)		Hypothèse de l'opportunisme managérial (Preston et O'Bannon, 1997)
RSE ↔ Performance financière	Synergie positive (Waddock et Graves, 1997)		Synergie négative (Preston et O'Bannon, 1997)

Source : Preston et O'Bannon (1997), Gomez (2001)

²⁷ BNOUNI Imene, *Performance sociale et performance financière : Etat de l'art*, juin 2011.

²⁸ HIRIGOYEN Gérard, POULAIN-REHM Thierry, Les relations de causalité entre responsabilité sociétale des entreprises et performance financière : approche internationale, *Gestion 2000*, 2014/1-2 (Volume 31), pages 153 à 177.

1.1. La nature de la relation

Malgré la multiplicité des études, la nature de la relation entre la responsabilité sociétale et la performance financière des entreprises ne fait pas l'unanimité. Les résultats de ces recherches divergent et soutiennent une relation soit positive, soit négative, soit neutre.²⁹

1.1.1. Une relation positive

L'existence d'une relation positive entre la responsabilité sociétale et la performance financière repose sur trois hypothèses.

L'*hypothèse de l'impact social* (Freeman, 1984) fait mention à la théorie des parties prenantes de son auteur, selon laquelle la responsabilité sociétale aurait un impact positif sur la performance financière des entreprises. Les défenseurs de cette théorie considèrent qu'une politique RSE renforce la réputation et l'image de marque de l'entreprise auprès des parties prenantes, ceci entraîne une plus grande satisfaction des consommateurs, partant de ce fait, l'entreprise peut augmenter ses prix et ses marges. Par conséquent, la performance financière de l'entreprise augmente.

C'est dans la même veine que Cornell et Shapiro (1987) admettent que la non-satisfaction des attentes des parties prenantes augmente le risque perçu par les actionnaires, et par conséquent impacte négativement la performance financière de l'entreprise.³⁰

Par ailleurs, d'après l'analyse de Jensen (2002), les dépenses en RSE augmentent la valeur de marché de la firme sur le long terme. En effet, les firmes qui investissent en RSE ont à changer leur façon de penser et leur organisation. Dans ces conditions, les entreprises produisent mieux, créent des ressources, sont plus aptes à innover, et sont donc plus rentables. Ainsi, dans ce contexte, la performance financière augmente.³¹

En outre, Greening et Turban (2000) font état que les entreprises qui pratiquent la RSE jouissent d'une meilleure notoriété. De ce fait, elles attirent et conservent plus facilement les

²⁹ PRESTON Lee, O'BANNON Douglas, The corporate social-financial performance relationship, *Business and Society*, vol. 36, n° 4, pages 419 à 429, décembre 1997.

³⁰ CORNELL Bradford, SHAPIRO Alan, Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management*, vol. 16, n° 1, pages 5 à 14, mars 1987.

³¹ JENSEN Michael, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly*, vol. 12, n° 2, pages 235 à 256, avril 2002.

talents, cela améliore donc le capital humain de ces entreprises. Pour cette raison, les entreprises pratiquant la RSE tendent à avoir un meilleur avantage concurrentiel sur le long terme, d'où une augmentation de la performance financière.³²

Par ailleurs, la causalité peut également aller dans l'autre sens. L'*hypothèse des fonds disponibles* (Waddock et Graves, 1997) soutient cette position en affirmant que ce sont les entreprises les plus vertueuses, qui ont les moyens financiers de s'engager dans des actions socialement responsables. En effet, le surplus de ressources dont disposent les dirigeants, en cas de bonnes performances financières, peut être investi dans des politiques de RSE.

Cette relation peut également être analysée sous le point de vue d'une *synergie positive* (Waddock et Graves, 1997). Cette théorie combine l'*hypothèse de l'impact social* et l'*hypothèse des fonds disponibles*, en soutenant qu'il existe un cercle vertueux entre la performance sociétale et la performance financière de l'entreprise. Ainsi, les partisans de cette théorie considèrent que la performance extra-financière améliore la performance financière (*hypothèse de l'impact social*) de l'entreprise, de ce fait l'entreprise, disposant de plus de moyens financiers, peut utiliser les ressources financières dans l'engagement d'actions socialement responsables (*hypothèse des fonds disponibles*).

1.1.2. Une relation négative

L'existence d'une relation négative entre la responsabilité sociétale des entreprises et la performance financière repose sur trois arguments.

L'*hypothèse de l'arbitrage* tire son origine de Friedman (1962, 1970). Selon l'auteur, il existerait un impact négatif entre la performance extra-financière et la performance financière. L'auteur admet que les coûts de mise en œuvre de la politique de responsabilité sociétale sont supérieurs aux bénéfices procurés par cette politique. En effet, Milton Friedman a déclaré que « *business of business is business* », en d'autres termes, l'ultime but des entreprises est de faire du profit. Ainsi, en investissant dans la RSE, cela conduirait à distraire les entreprises de leur

³² GREENING Daniel, TURBAN Daniel, Corporate Social Performance As A Competitive Advantage In Attracting A Quality Workforce, *Business and Society*, vol. 39 n° 3, pages 254 à 280, septembre 2000.

but premier, faire du profit, et cela aurait donc un impact sur les performances financières des entreprises. En effet, les investissements dans des actions socialement responsables sont des charges supplémentaires pour l'entreprise. Si une entreprise veut satisfaire les parties prenantes d'un point de vue sociétal, elle doit investir dans de nouvelles technologies, par exemple pour réduire la pollution. Conséquemment, cela a un coût financier, et réduit le résultat.

D'autre part, il y a une absence d'internalisation des externalités positives lors d'actions environnementales. A titre d'exemple, il y a effectivement une réduction de la pollution lorsque l'entreprise s'engage dans une action environnementale, de ce fait le bien-être social augmente, mais la firme n'en voit pas le résultat dans son bilan comptable. Dans ces conditions, ces coûts nets sont ainsi sources de désavantage compétitif par rapport aux entreprises moins préoccupées des conséquences environnementales et sociales de leurs activités.

Dans un même ordre d'idées, l'*hypothèse de l'opportunisme managérial* (Preston et O'Bannon, 1997) vient également soutenir une relation négative entre la responsabilité sociétale et la performance financière. Selon les adeptes de cette hypothèse, la causalité va ici dans l'autre sens, puisqu'elle va cette fois-ci de la performance financière à la responsabilité sociétale. Ainsi, cette hypothèse s'inspire de la théorie de l'agence, selon laquelle les dirigeants et les actionnaires ont des intérêts divergeants, d'où un risque d'augmentation de « *l'opportunisme managérial* ». En effet, les dirigeants sont rémunérés en fonction de la performance financière de l'entreprise. A titre d'exemple, investir dans une action environnementale serait une charge supplémentaire pour l'entreprise, ce qui diminuerait la performance financière de celle-ci, de ce fait, les dirigeants auraient des rémunérations moins élevées.

Par ailleurs, cette relation peut également être analysée sous le point de vue d'une *synergie négative* (Preston et O'Bannon, 1997). Cette théorie combine l'*hypothèse de l'arbitrage* et l'*hypothèse de l'opportunisme managérial*, en soutenant qu'il existe un cercle vicieux entre la performance sociétale et la performance financière de l'entreprise. Les partisans de cette théorie considèrent que l'engagement de l'entreprise dans des actions socialement responsables a un coût, et entraîne ainsi la performance financière à la baisse (*hypothèse de l'arbitrage*). Conséquemment de la baisse de la performance financière, les dirigeants, soucieux de leur rémunération corrélée aux résultats, restreignent les investissements dans des politiques RSE (*hypothèse de l'opportunisme managérial*).

1.1.3. Une relation neutre

D'autres études avancent qu'il y aurait une absence de lien entre politique sociale et performance financière.

Selon Ullmann (1985), en raison du grand nombre de variables inconnues qu'on ne peut forcément quantifier et modéliser, l'établissement d'une relation entre la performance extra-financière et la performance financière est impossible. C'est pourquoi, la relation existante découle, selon Ullman, de « *variables intermédiaires intervenant d'une façon imprévisible et permettant de relier les deux constantes* ». De ce fait, il y aurait une absence de lien entre les deux concepts.³³

1.2. La forme de la relation

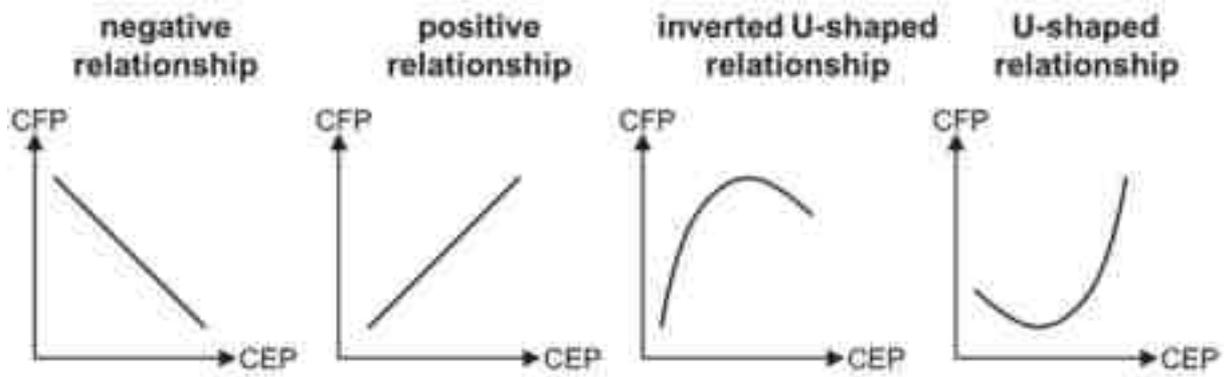
Dans un même ordre d'idées, la forme de la relation entre la responsabilité sociale et la performance financière ne fait également pas l'unanimité. Les études montrent que la relation entre les deux notions serait complexe, c'est-à-dire, non linéaire, et en « forme de U » (Bowman et Haire, 1975 ; Barnett et Salomon, 2006).^{34 35}

³³ ULLMANN Arieh, Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms, *The Academy of Management Review*, vol. 10, pages 540 à 557, juillet 1985.

³⁴ BOWMAN Edward, HAIRE Mason, A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility, *California Management Review*, vol. 18, pages 49 à 58, décembre 1975.

³⁵ BARNETT Michael, SALOMON Robert, Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance, *Strategic Management Journal*, vol. 27, n°. 11, pages 1101 à 1122, septembre 2006.

Figure III : Relations théoriques entre la performance environnementale et la performance financière des entreprises



Source : Trumpp et Guenther (2015)³⁶

L'effet *too-much-of-a-good-thing* (Trumpp et Guenther, 2015) suggère qu'il existe une limite dans l'investissement dans des actions environnementales. En effet, selon la théorie économique des rendements décroissants, au-delà d'un seuil d'investissement dans la performance environnementale, la performance financière décline. Ainsi, selon cette hypothèse, la relation entre les deux notions est de forme concave (graphique 3 de la figure III).

De la même manière, l'effet *too-little-of-a-good-thing* (Trumpp et Guenther, 2015) suggère également une relation complexe et non linéaire, entre les deux notions. En effet, selon cette théorie, le rendement financier d'une action environnementale est visible qu'au-delà d'un seuil d'investissement. Si l'investissement est insuffisant, alors la performance financière de l'entreprise sera négative. Selon cette hypothèse, la relation entre la performance environnementale et la performance financière de l'entreprise est alors de forme convexe (graphique 4 de la figure III).

Toutefois, il convient de souligner que les études qui ont porté sur la forme de la relation ont analysé seulement la composante environnementale de la responsabilité sociétale des entreprises. De ce fait, la prudence est de mise sur les résultats de ces études.

³⁶ TRUMPP Christoph, Guenther Thomas, *Too Little or Too much? Exploring U-shaped Relationships between Corporate Environmental Performance and Corporate Financial Performance*, août 2015.

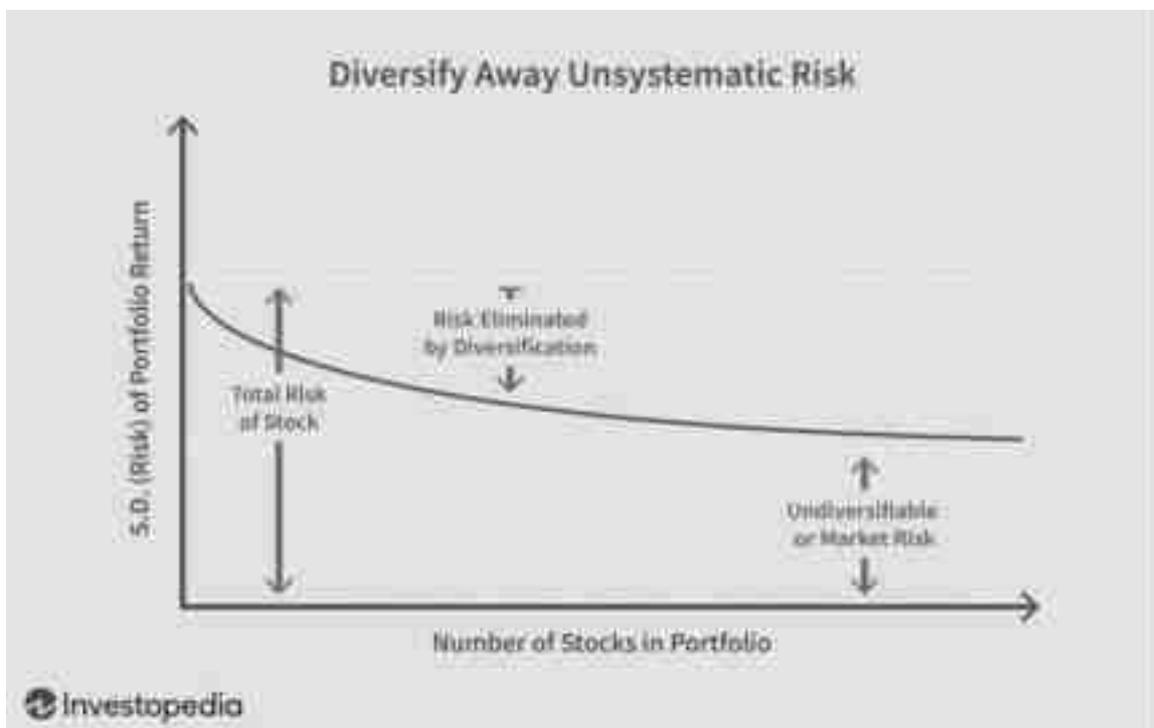
2. La performance des fonds ISR

Plusieurs travaux ont tenté de comparer les performances financières des fonds ISR aux performances des fonds classiques. De la même façon que pour la relation RSE/Performance financière, il existe des conclusions mixtes sur la question de la performance des fonds ISR.

2.1. L'investissement socialement responsable entraîne une moindre diversification

Investir de façon responsable conduit à sélectionner des titres et exclure les entreprises « irresponsables ». De ce fait, dû au champ d'investissement plus restreint, les portefeuilles ISR s'avèrent moins diversifiés que les portefeuilles classiques. L'hypothèse de *la théorie moderne du portefeuille* (Markowitz, 1952) voudrait que cette moindre diversification impacte la performance financière.³⁷

Figure IV : La diversification réduit le risque spécifique



Source : Investopedia

³⁷ MARKOWITZ Harry, Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pages 77 à 91, mars 1952.

2.1.1. La moindre diversification, source de sous-performance

Selon un premier point de vue, la moindre diversification des portefeuilles ISR serait source de sous-performance financière.

Il convient de rappeler que *la théorie moderne du portefeuille* (Markowitz, 1952) stipule que le risque global d'une action est composé de deux éléments : le risque systématique et le risque spécifique.

Le risque systématique fait référence aux risques dû à des facteurs généraux du marché, et affecte l'ensemble des actions du marché. De ce fait, il ne peut être réduit.

Le risque spécifique est le risque propre à une action. Il dépend ainsi d'éléments particuliers caractérisés par la politique choisie par l'entreprise. Ce dernier peut ainsi être réduit. Pour y parvenir, il faudrait augmenter le nombre d'actions du portefeuille (figure IV). Toutefois, augmenter seulement le nombre de titres ne suffit pas, la nature de ces titres est également un critère important. En effet, le risque spécifique sera réduit à condition que les titres dans le portefeuille soient suffisamment différents.

2.1.2. La moindre diversification, source de surperformance

A contrario de ce qui précède, certaines études (Saadaoui, 2009) supposent que la moindre diversification des fonds ISR conduirait à une surperformance.³⁸

En effet, il convient de rappeler que l'investissement socialement responsable passe par une exclusion de titres d'entreprises ne respectant pas les critères ESG. Ces entreprises sont perçues comme moins durables, ce qui les rendrait, par conséquent, moins rentables dans le temps. Les défenseurs de cette hypothèse affirment que les pertes liées à la diversification sont largement compensées par les gains liés à l'exclusion de titres non viables à long terme.

³⁸ SAADAOUÏ Khaled, *La performance financière de l'investissement socialement responsable : cas des fonds socialement responsables français et canadiens*, 2009.

C'est pourquoi, cette hypothèse peut être modélisée comme suit :

Si χ = gain total du portefeuille

α = gain lié à l'exclusion des titres des entreprises non durables

β = coût de la diversification

$$\chi = \alpha - \beta$$

Alors $\alpha > \beta$

$$\chi > 0$$

2.1.3. La moindre diversification n'entraînerait ni sous-performance, ni surperformance

Selon un troisième point de vue, la moindre diversification ne serait ni source de sous-performance, ni source de surperformance.

Il est vrai que la diversification permet de réduire le risque spécifique d'un fonds, et par conséquent d'augmenter sa performance financière sur le long terme. Toutefois, cette réduction du risque spécifique par rapport au nombre de titres composant le fonds suit la loi de l'utilité marginale décroissante (figure IV).

A titre d'exemple, si un fonds est composé de quinze actions, alors on peut affirmer que le fonds est faiblement diversifié. Par conséquent le risque spécifique du fonds en question est élevé, ce qui affecte sa rentabilité à long terme. Or, si ce fonds ajoute quinze nouvelles actions dans le fonds, pour ainsi avoir un total de trente actions, alors le bénéfice à long terme engendré par la diversification sera considérable étant donné qu'aura doublé le nombre d'actions composant le fonds. Cependant, si on avait au départ un fonds composé de deux mille actions, et qu'on ajoute encore une fois le même nombre d'actions, soit quinze actions de plus, pour avoir un total de deux mille quinze actions dans le fonds, alors le bénéfice engendré par la diversification sera très faible. C'est pourquoi, malgré une moindre diversification, les écarts de performance liés à la diversification entre les fonds ISR et les fonds classiques ne sont pas significatifs. Partant de ce fait, à condition que les fonds ISR sont composés de plus d'une centaine d'entreprises, les fonds ISR ne sous-performent pas par rapport aux fonds classiques.

Par ailleurs, selon *la théorie de l'efficience des marchés* (Fama, 1970), sur un marché efficient il est impossible de battre le marché sur le long terme. En effet, si un fonds venait à surperformer, tous les investisseurs se tourneraient vers ce fonds sur le long terme. Ainsi, les fonds ISR ne peuvent pas surperformer le marché sur le long terme.³⁹

Les données empiriques des dernières années vont plutôt dans le sens du troisième point de vue. L'investissement socialement responsable n'entraînerait ni sous-performance, ni surperformance. Les fonds ISR auraient ainsi des performances similaires aux fonds classiques.

2.2. Des performances similaires aux fonds classiques

Depuis longtemps, les investisseurs voulant donner du sens à leurs investissements ont craint que des politiques de RSE pénalisent la performance de leurs placements par rapport aux performances des fonds classiques. Or, les données empiriques soutiennent que les fonds ISR auraient ainsi des performances similaires aux fonds classiques.

2.2.1. La performance des indices ISR

Un indice boursier désigne un portefeuille d'actions cotées, qui permet, via un échantillon, d'évaluer la performance d'un marché donné. A titre d'exemple, le CAC40 est un regroupement de 40 actions françaises, choisies pour leurs critères de capitalisation et de liquidité, censées représenter le marché des grandes entreprises françaises.

Dans le contexte de l'investissement socialement responsable, des indices dit « éthiques » ont été créés depuis le début des années 1990 par des agences de notation extra-financière, en partenariat avec les sociétés productrices d'indices boursiers.

Le Domini Social Index 400 (DSI), devenu MSCI-KLD 400 depuis 2010, est le premier indice ESG, créé en 1990 aux États-Unis. Il est composé des 400 entreprises américaines qui

³⁹ FAMA Eugène, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, 1970, vol. 25 n° 2, pages 383 à 417, 1970.

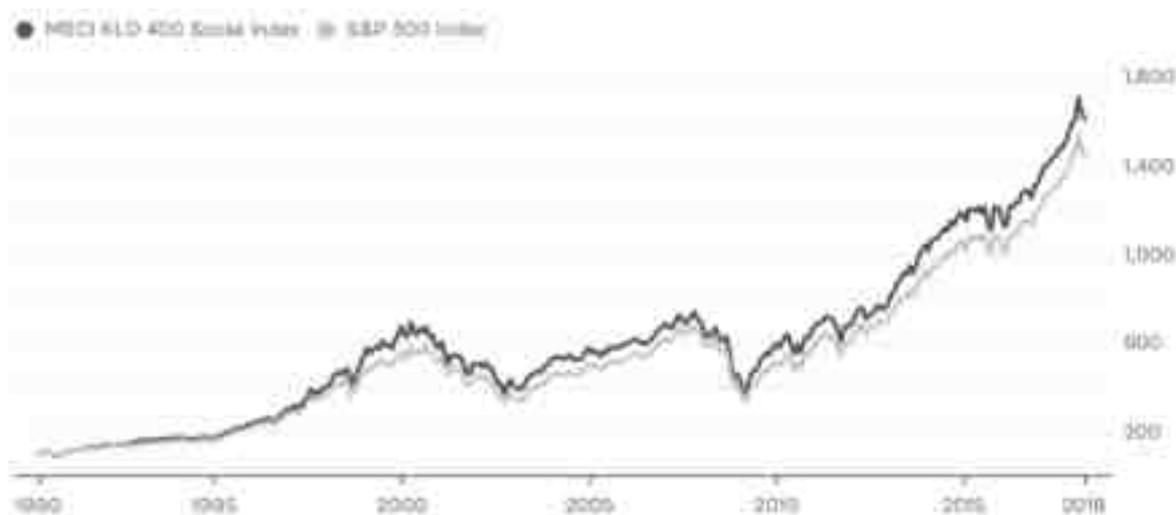
ont les meilleures performances sur le plan environnemental, social et de gouvernance. Depuis, une dizaine d'autres indices, divers soit par le périmètre géographique soit par la pondération des critères ESG, ont été créés. Parmi ces indices, il y a entre autres :

- Le Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) qui comprend quatorze indices globaux et régionaux. Les entreprises qui y adhèrent sont celles qui ont les meilleurs politiques en termes de RSE (best-in-class). Par ailleurs, il y a également exclusion des entreprises des secteurs de l'alcool, du tabac, des jeux d'argent, de l'armement et de la pornographie.
- Le FTSE4GOOD qui comprend quatre indices globaux regroupant le périmètre géographique de l'Europe, la Grande-Bretagne, les États-Unis, le Japon et le reste du monde. Il y a exclusion des entreprises des secteurs du tabac, des armes et du nucléaire et intégration des entreprises ayant les meilleures performances en termes de RSE selon l'approche best-in-class.
- L'ASPI Eurozone pour les marchés européens, qui comprend 120 actions en Europe ayant les meilleures performances en termes de RSE. Il n'y a aucune exclusion de secteur.
- L'Ethibel Sustainability Index (ESI) qui comprend un indice global et trois indices régionaux. Les 198 meilleures entreprises en termes de responsabilité sociétale sont choisies pour y adhérer. Par ailleurs, il y a une exclusion des entreprises des secteurs de l'armement, des jeux d'argent, du nucléaire et du tabac.
- Le CAC40 ESG qui est un indice nouvellement créé le 22 mars 2021 par Euronext pour le marché des actions françaises. Les entreprises qui y adhèrent sont celles qui ont les meilleurs politiques en termes de RSE, sélectionnées parmi les entreprises du CAC Large 60. Par ailleurs, l'indice écarte les entreprises des secteurs du tabac, du charbon, et des armes.⁴⁰

⁴⁰ BOUCHAUD Bastien, *Euronext lance une déclinaison responsable du CAC 40*, 22 mars 2021.

En ce qui touche à la performance financière des fonds ISR, la comparaison des indices éthiques à leur référentiel permet de comparer la performance financière de ces fonds à celle des fonds classiques.

Figure V : La performance de l'indice ISR MSCI-KLD 400 comparée à celle de son référentiel le S&P 500, de 1990 à 2018



Source : Bloomberg

Le graphique de la figure V ci-dessus nous montre qu'empiriquement, malgré une légère surperformance du fonds ISR dans le temps, il n'y a pas de différence significative entre la performance financière des fonds ISR et celle des fonds classiques.

Tableau III : Composantes des indices ISR

Indices	ASPI Eurozone	Dow Jones EURO STOXX Sustainability 40	Dow Jones STOXX Sustainability 40
Valeurs absentes	8	9	10
Capitalisations présentes	80,30%	77,23%	72,74%

Source : LE SAOUT Erwan, BUSCOT Corinne (2009)⁴¹

Cependant, il est important de noter que des biais existent dans la sélection des actions composant les indices « éthiques ». En effet, Le Saout et Buscot (2009) rappellent l'importance

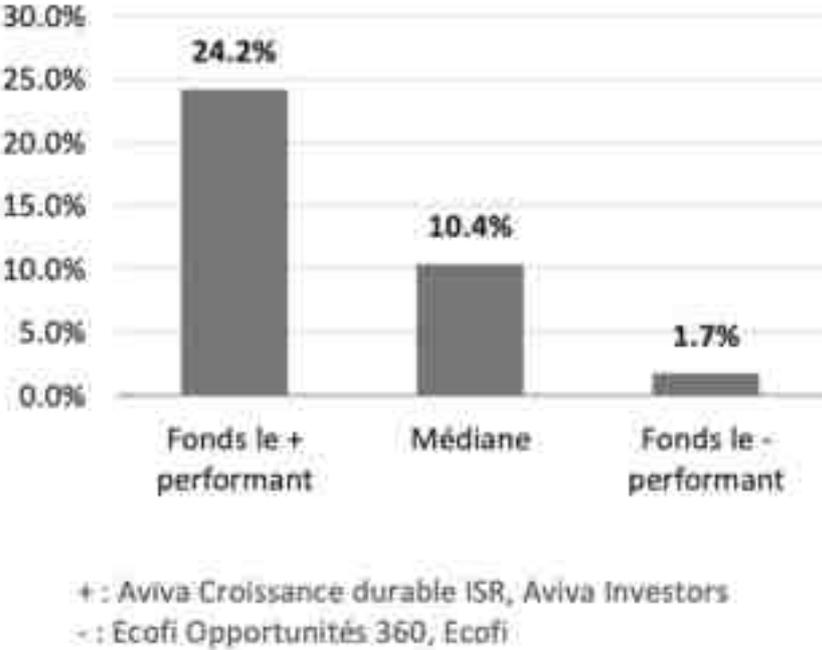
⁴¹ LE SAOUT Erwan, BUSCOT Corinne, *Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ?*, janvier 2009.

de la liquidité des titres, c'est-à-dire l'existence d'un grand nombre d'ordres de façon à ce que le cours ne soit pas fortement impacté si un ordre important est passé. La liquidité est ainsi un critère essentiel lors de la constitution des indices ISR. C'est pourquoi, les grandes capitalisations, plus liquides, sont préférées aux capitalisations petites ou moyennes, mêmes si ces dernières présentent de meilleures performances en termes de RSE. C'est pourquoi, en moyenne ¾ des capitalisations des indices de référence se retrouvent dans l'indice ISR lié à ces marchés (tableau III). Ainsi, le doute subsiste quant à l'efficacité des indices ISR, et il est donc naturel, dans ces conditions, que les indices ISR et leurs référentiels aient des performances financières quasi-similaires.

2.2.2. La performance des portefeuilles ISR

A contrario de ce qui précède, il ne s'agit pas ici de comparer la performance entre les fonds ISR et les fonds classiques, mais de comparer la performance entre les différents fonds ISR qui existent.

Figure VI : Distribution des performances des fonds ISR diversifiés en 2019



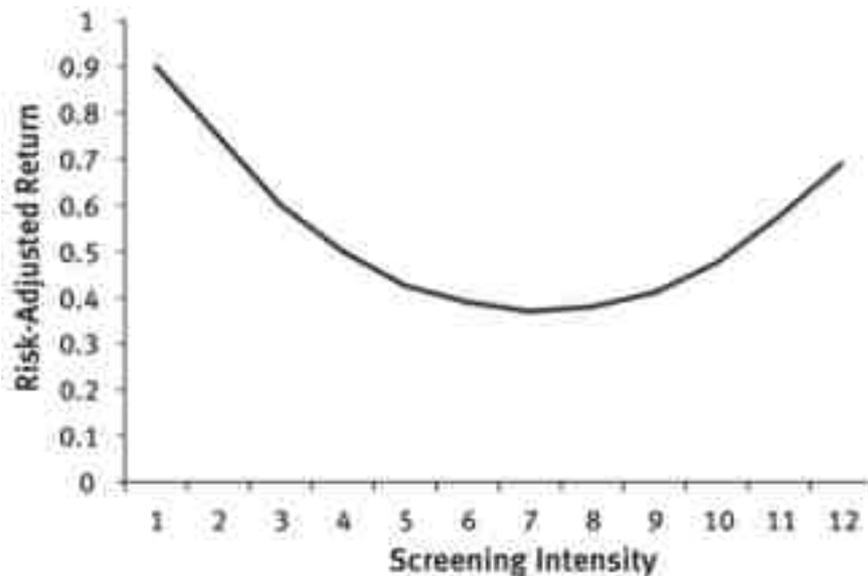
Source : Novafi⁴²

⁴² Novafi, *Rapport de performances des fonds ISR en 2019*, 31 décembre 2019.

Les données empiriques des différents fonds ISR indiquent qu'il y a une forte hétérogénéité entre les fonds ISR et que la performance financière entre les différents fonds ISR varie. A titre d'exemple, selon les données de Novafi, en 2019 la performance financière du meilleur fonds ISR diversifié (c'est-à-dire composé d'actions et obligations) est plus de 14 fois plus importante que la performance financière du moins bon fonds ISR (figure VI).

Plusieurs études ont été menées afin d'expliquer cette hétérogénéité dans la performance financière des fonds. Barnett et Salomon (2006) suggèrent que cette différence de performance s'explique par l'intensité des critères ESG entre les différents fonds. En effet, le nombre de critères ESG aurait un impact sur la performance financière des fonds. Un fonds avec un niveau élevé de critères ESG performe mieux qu'un fonds avec un niveau faible de critères ESG. Partant du principe de l'efficience des marchés, un fonds ISR quelconque ne peut pas surperformer le marché, ainsi un fonds avec un haut degré de critères ESG aurait une performance égale à un fonds classique (c'est-à-dire un fonds non ISR).⁴³

Figure VII : Relation entre le nombre de critères ESG et la performance des fonds



Source : Barnett et Salomon (2006)

Compte tenu de ce qui précède, la figure VII illustre l'argument de Barnett et Salomon. Le nombre de critères ESG a un impact sur la performance financière des fonds, et cet impact aurait

⁴³ BARNETT Michael, SALOMON Robert, Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance, *Strategic Management Journal*, vol. 27, n°. 11, pages 1101 à 1122, septembre 2006.

une forme convexe. A l'évidence, un fonds avec zéro critères ESG est un fonds classique, il a alors une performance classique. Un fonds qui ajoute des critères ESG procède à l'élimination de titres ne respectant pas les critères, de ce fait il y a une moindre diversification du fonds. Il convient de rappeler qu'une moindre diversification augmente le risque spécifique. De ce fait, la performance d'un fonds qui ajoute des critères ESG diminue. Toutefois, à partir d'un certain nombre de critères, les entreprises les moins durables et, par conséquent, les moins rentables dans le temps sont éliminées. Partant de ce principe, avec un haut niveau de critères ESG, les entreprises qui restent dans le fonds sont les plus viables et les plus rentables à long terme, la diversification est compensée par une meilleure sélection et la performance du fonds augmente. Ainsi, le fonds ISR avec un nombre élevé de critères ESG retrouve une performance similaire à celle d'un fonds classique.

3. Une surperformance des fonds ISR en temps de crise

La performance financière similaire entre les fonds classiques et les fonds ISR s'avère moins vrai en temps de crise. En effet, lors des dernières crises financières, les fonds ISR ont surperformé par rapport aux fonds classiques. Partant de ce fait, plusieurs études académiques ont été menées pour expliquer cette surperformance des fonds ISR en temps de crise.

Selon l'étude de Areal, Cortez et Silva (2010) sur 38 fonds ISR américains pour la période d'octobre 1993 à septembre 2009, les fonds d'investissement socialement responsable performant mieux en temps de crise que les fonds classiques.⁴⁴

Le constat est le même pour Becchetti, Ciciretti, Dalo et Herzel (2014). Selon leur étude sur une base de données plus large, avec 1231 fonds ISR et 21860 fonds classiques américains, européens, japonais et chinois sur une période allant de janvier 1992 à avril 2012, les fonds ISR performant mieux durant une crise et également pendant quelques temps durant la période post-crise.⁴⁵

⁴⁴ AREAL Nelson, CORTEZ Maria, and SILVA Florinda, *Investing in Mutual Funds: Does it Pay to Be a Sinner or a Saint in Times of Crisis?*, septembre 2010.

⁴⁵ BECCHETTI Leonardo, CICIRETTI Rocco, DALO Ambrogio, HERZEL Stefano, *Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis*, février 2014.

L'étude de Nakai, Yamaguchi et Takeuchi (2016) sur la performance des fonds ISR pendant la crise financière mondiale de 2008, arrive au même constat que les études précédentes. L'étude de 62 fonds ISR japonais et de 2136 fonds traditionnels, pour la période allant de février 2008 à septembre 2009, admet que les fonds ISR surperforment en temps de crise.⁴⁶

Nofsinger et Varma (2014) affirment suite à leur étude sur 240 fonds ISR aux États-Unis, pour la période allant de janvier 2000 à décembre 2011 que les fonds ISR surperforment en temps de crise. Par ailleurs, Nofsinger et Varma font état que les fonds ISR sous-performent en période d'expansion, soit quand la crise est passée.⁴⁷

Pour conclure cette partie, nous avons précédemment présenté les conclusions des études académiques sur la relation entre la responsabilité sociétale des entreprises et la performance financière. Il s'avère des données financières que les fonds d'investissements socialement responsables ont des performances financières similaires aux fonds classiques. Toutefois, certaines études portées principalement sur la première décennie du XXIème siècle, montrent qu'un écart de performance entre les fonds ISR et les fonds classiques existe en temps de crise. Les performances financières des fonds ISR en 2020 semblent aller dans le sens de ces études. En effet, les fonds ISR semblent davantage bénéficier de la confiance des investisseurs. En ce sens, ils se sont montrés plus résilients lors de la crise économique liée à la crise sanitaire. Il convient d'analyser dans la troisième partie, les raisons de cette résilience des fonds ISR lors de la période de la crise sanitaire.

⁴⁶ NAKAI Miwa, YAMAGUCHI Keiko, TAKEUCHI Kenji, Can SRI Funds Better Resist Global Financial Crisis? Evidence from Japan, *International Review of Financial Analysis*, vol. 48, pages 12 à 20, septembre 2016.

⁴⁷ NOFSINGER John, VARMA Abhishek, Socially responsible funds and market crises, *Journal of Banking & Finance*, vol. 48, pages 180 à 193, 2014.

III. L'incidence de la crise sanitaire sur cette relation

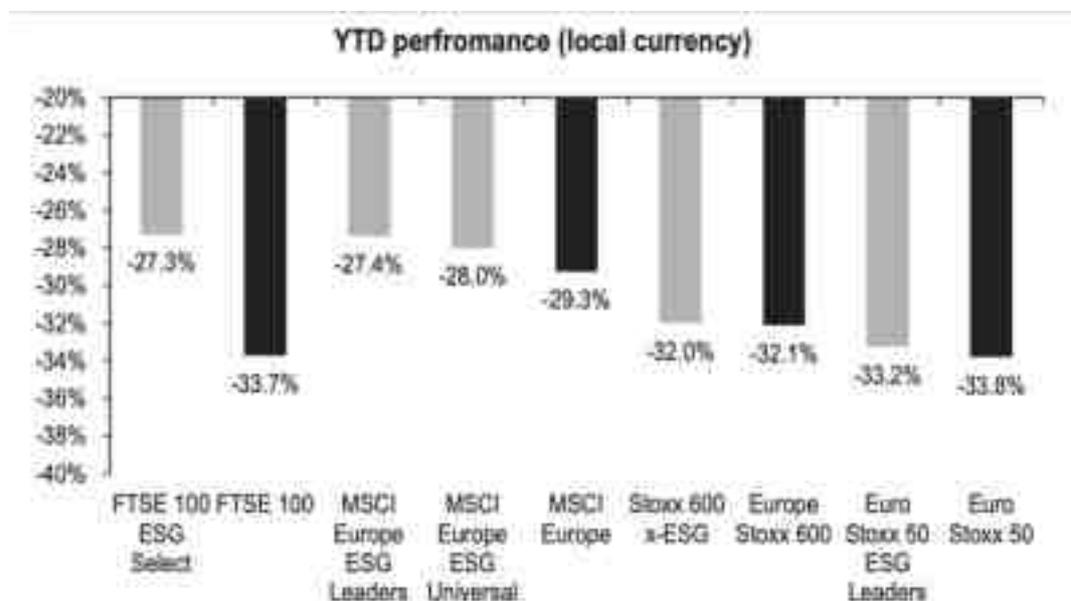
1. Crise sanitaire et crise économique

1.1. Une résilience des fonds ISR

La crise économique liée au Covid-19 en 2020 est la première crise qu'a connu l'investissement socialement responsable de dernière génération. C'est dans ce contexte que toutes les théories concernant la performance financière des fonds ISR en temps de crise, ont pu être testées lors du krach boursier.

Dans cette marée d'indicateurs rouges, les fonds ISR, comme les fonds traditionnels, n'ont pas échappé à la tendance baissière du marché. Toutefois, les données dont on dispose montrent que les fonds ISR ont fait preuve de résilience durant cette chute.⁴⁸

Figure VIII : Performance des fonds ISR et de leurs référentiels pour le premier trimestre 2020



Source : BofA US Equity, Bloomberg, 25 mars 2020

⁴⁸ SUBRAMANIAN Savita, CHOPRA Sameer, KABRA Manish, HAUNER David, HOPE Key, SULLIVAN Marissa, YEO James, STRZELINSKA Paulina, Bull market phenomenon? Quite the contrary, *BofA GLOBAL RESEARCH*, 25 mars 2020.

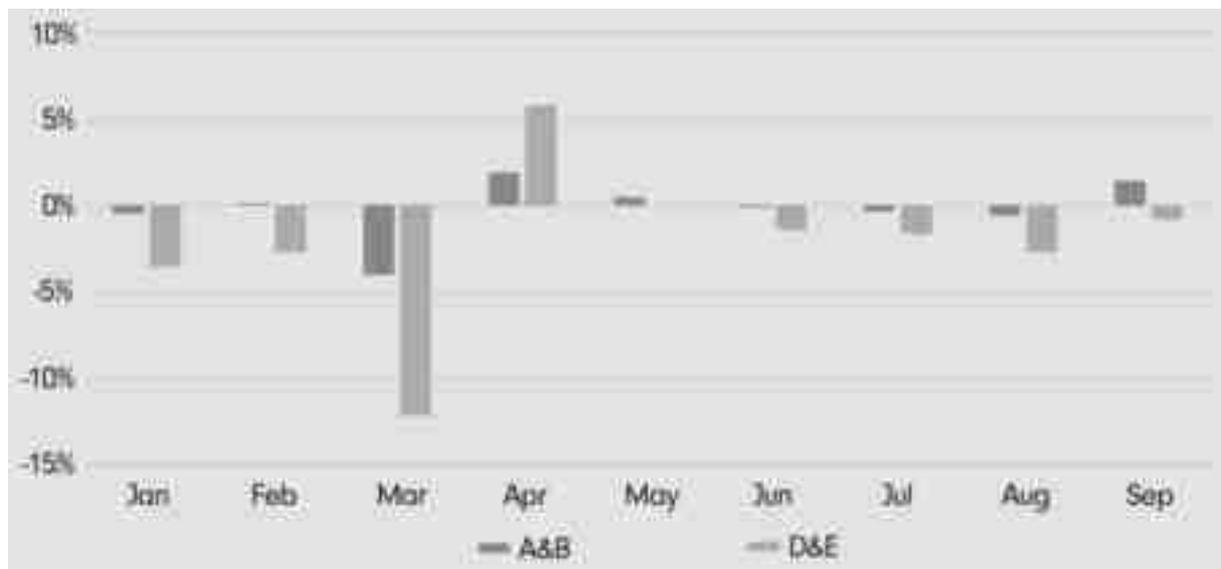
A titre d'exemple en Europe, les données financières confirment que les fonds indiciels ISR ont surperformé par rapport à leurs référentiels (figure VIII). Ainsi, au 25 mars 2020, le FTSE 100 ESG Select affiche une baisse de -27,3%, tandis que son référentiel le FTSE 100 chute de -33,7%.

Le constat est le même pour les deux fonds MSCI Europe ESG qui ont également mieux résisté que leur référentiel à la crise. En effet, les MSCI Europe ESG Leaders et Universal affichent respectivement une baisse de -27,4% et -28% quand leur référentiel affiche une baisse de -29,3%.

L'Europe Stoxx 600 et l'Euro Stoxx 50 suivent la même tendance. Les fonds ISR associés à ces indices performant légèrement mieux que ces indices. En effet, l'Euro Stoxx 50 ESG Leaders baisse de -33,2% quand son référentiel le Euro Stoxx 50 baisse de -33,8%.

1.2. Une surperformance des fonds ISR au nombre de critères élevés

Figure IX : La performance des fonds ISR en fonction de leur score ESG, de janvier à septembre 2020



Source : Fidelity International⁴⁹

⁴⁹ TAN Jenn-Hui, MOSHINSKY Ben, Putting sustainability to the test: ESG outperformance amid volatility, *Fidelity International*, novembre 2020.

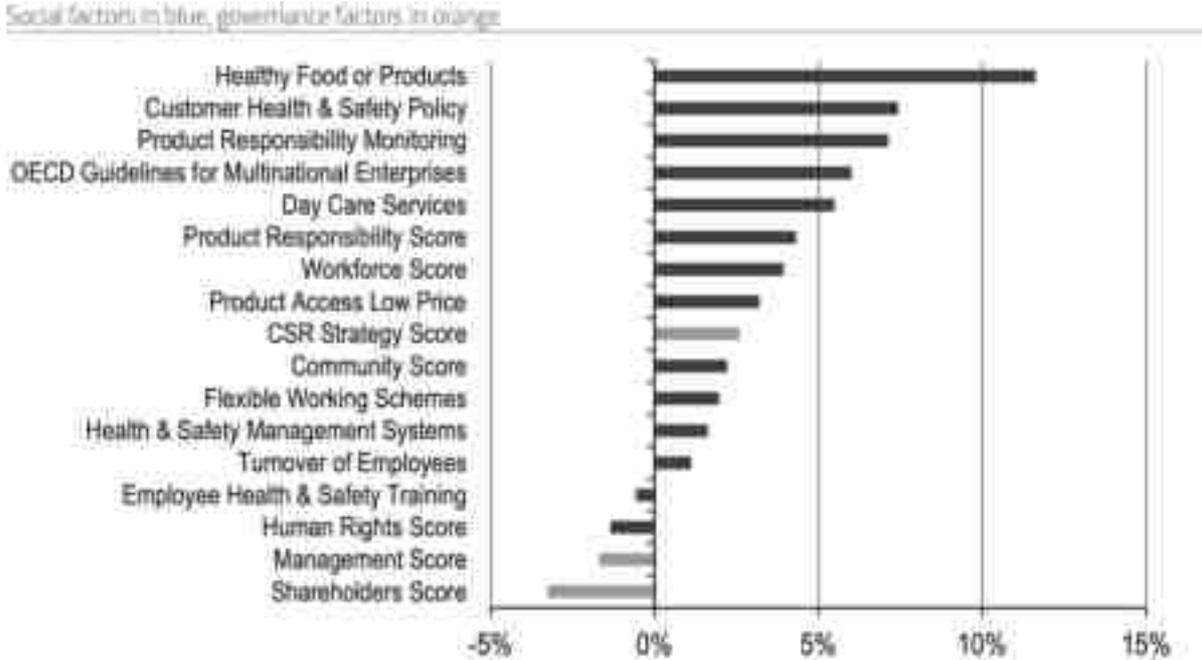
Il convient de préciser que les fonds ISR sont notés en fonction de l'importance qu'ils donnent aux critères ESG. Ainsi, la notation va de « A » pour les fonds les mieux notés, autrement dit les fonds accordant une grande importance aux critères ESG, à « E » pour les fonds les moins bien notés.

Les données montrent que les fonds ISR aux notations A et B ont globalement mieux performé sur l'année 2020 que ceux du bas du panier, c'est-à-dire ceux aux notations D et E (figure IX).

A titre d'exemple, en mars 2020, les fonds ISR intégrant un nombre élevé de critères ESG, c'est-à-dire les fonds aux notations A et B, ont une performance trois fois supérieure à celle des fonds ISR composés d'un faible nombre de critères ESG. En effet, quand les fonds notés A et B connaissent une baisse de -4%, la baisse des fonds notés D et E est de l'ordre de -12%.

1.3. Une mise en avant du critère social

Figure X : Décomposition de la performance de différents critères ESG pour la période 02/2019-03/2020, sur la base des critères sociaux et de gouvernance



Source : Refinitiv, Sustainalytics, IBES, BofA US Equity et Quant Strategy

Le critère social de l'acronyme ESG, longtemps oublié comparé aux critères de gouvernance et environnemental, a été mis en avant pendant la crise sanitaire. En effet, la crise sanitaire a rappelé que l'humain prime sur l'aspect financier. De ce fait, dans ce contexte de crise sanitaire, le bien-être des salariés des entreprises, des clients, en résumé de l'humain globalement a été la préoccupation première d'une grande partie du monde.

Conséquemment, dans ce contexte, en décomposant l'acronyme ESG, on remarque que la partie « social » du ESG a mieux performé que les autres pour la période allant de février 2019 à mars 2020.

Le graphique de la figure X qui compare les écarts de performance entre différents critères des composantes sociales et de gouvernance, montre une étendue de plus de 15% entre le critère social « healthy food or products », soit les produits ou aliments sains, et le critère de gouvernance « shareholders score », soit la notation des actionnaires.

En finalité, globalement, les critères de la partie « social » sont source de surperformance (représentés par les barres noires sur la figure X). A contrario, les critères de gouvernance (représentés par les barres grises sur la figure X) tendent à tirer les fonds vers le bas pendant cette période. En effet, les critères de la composante social surperforment d'en moyenne 4%, tandis que les critères de la composante gouvernance affichent une performance en moyenne de -1%.

2. Hypothèses

La présente étude a pour objectif de montrer pour quelle raison les fonds ISR bénéficient davantage de confiance en temps de crise de la part des investisseurs, ce qui entraîne une surperformance de ces fonds. A ce propos, on sait que les fonds ISR intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance que les fonds classiques n'intègrent pas. Par conséquent, à travers l'intégration de ces facteurs, il s'avère que les fonds ISR paraissent moins volatiles que les fonds qui n'intègrent pas ces facteurs. Par ailleurs, certains fonds ISR s'avèrent plus résilients que d'autres fonds ISR en temps de crise. Dans ce contexte, trois hypothèses sont formulées :

H1 : Les critères ESG diminuent le risque perçu par les investisseurs.

H2 : Les fonds ISR qui adoptent l'approche best-in-class, par la sélection des entreprises indépendamment de leurs secteurs d'activité en fonction des critères ESG, sont plus résilients que les fonds ISR basés sur l'approche de l'exclusion.

H3 : Les fonds ISR composés à majorité d'actions du secteur de la santé sont plus résilients lors d'une crise économique d'origine sanitaire.

3. Méthodologie

L'objet de la recherche est d'évaluer la performance financière des fonds ISR pendant la crise économique liée au Covid-19, soit le premier trimestre de l'année 2020.

Pour ce faire, différents outils de mesure de la performance financière basés sur le MEDAF seront utilisés pour évaluer la performance financière des fonds ISR. L'étude portera sur l'analyse de la performance financière à travers trois approches issues du MEDAF, respectivement le ratio de Sharpe, le ratio de Treynor et l'alpha de Jensen (cf. partie 1, section 4).

Il convient de rappeler que les différentes formules de ces trois approches sont, respectivement pour le ratio de Sharpe, le ratio de Treynor et l'alpha de Jensen les suivantes :

$$\hat{S}_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma(r_p)}$$

Avec :

- \bar{r}_p : l'espérance de rentabilité du portefeuille
- \bar{r}_f : la rentabilité de l'actif sans risque, souvent des OAT
- $\sigma(r_p)$: le risque total du portefeuille ;

$$\hat{T}_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\hat{\beta}_p}$$

Avec :

- \bar{r}_p : l'espérance de rentabilité du portefeuille
- \bar{r}_f : la rentabilité de l'actif sans risque, souvent des OAT
- $\hat{\beta}_p$: le risque non-diversifiable du portefeuille, ou en d'autres termes, la moyenne pondérée des β des titres du portefeuille ;

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + (\bar{r}_m - \bar{r}_f) * \hat{\beta}_p]$$

Avec :

- \bar{r}_p : l'espérance de rentabilité du portefeuille
- \bar{r}_f : la rentabilité de l'actif sans risque, souvent des OAT
- $\hat{\beta}_p$: le risque non-diversifiable du portefeuille, ou en d'autres termes, la moyenne pondérée des β des titres du portefeuille.

Par ailleurs, dans le but de mesurer le risque, on s'intéressera à l'écart-type des fonds ISR. L'écart-type permet de mesurer la dispersion par rapport à la moyenne.

L'écart-type d'un titre se présente par la formule de la racine carrée de la variance, comme suit :

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$$

Avec :

- σ : l'écart-type
- N : la taille du portefeuille
- x_i : cours du titre à l'instant i
- \bar{x} : moyenne du cours du titre

4. Données de la recherche

Les données de l'étude sont récoltées depuis l'entreprise de gestion d'actifs, Morningstar⁵⁰. Morningstar est une entreprise américaine qui fournit des données financières, dans un but d'analyser la performance financière des différents fonds et des actions qui les composent. Yahoo Finance⁵¹ et Sbroker⁵², également fournisseurs de données financières complètent la base de données de l'étude.

Étant donné que l'étude porte sur la performance financière des fonds ISR pendant la crise sanitaire, l'horizon temporelle des données sélectionnées pour l'étude va de l'annonce de la découverte du Coronavirus par l'Organisation Mondiale de Santé à la fin du premier trimestre, soit du 9 janvier 2020 au 31 mars 2020.

Le périmètre géographique de l'étude concerne l'Europe, l'Amérique du Nord, l'Amérique du Sud et l'Asie.

Dans cette optique, on analyse la performance financière des fonds ISR suivants, ainsi que de leurs indices classiques de référence :

- Mainfirst Global Equities qui est un fonds ISR global, pratiquant l'approche best-in-class, composé d'actions de secteurs porteurs, telles que les actions du domaine de l'intelligence artificielle et du commerce en ligne.
- Carmignac Emergents qui est un fonds ISR composé d'actions de pays émergents. En plus de la sélection des entreprises aux meilleurs pratiques sociétales, le fonds pratique l'approche de l'exclusion en écartant les entreprises des secteurs du tabac, des armes, du charbon et de la pornographie.
- Blackrock Global Funds – World Healthscience qui est un fonds ISR global composé d'actions du secteur de la santé. Le fonds concentre ainsi des actions de produits pharmaceutiques, de technologies et fournitures médicales, et de société de biotechnologies.

⁵⁰ <https://www.morningstar.fr>

⁵¹ <https://finance.yahoo.com>

⁵² <https://www.sbroker.de>

5. Analyse

Les tableaux IV, V et VI présentent la volatilité des fonds ISR de l'étude comparé à la volatilité de leurs indices de marché de référence. Pour ce faire, on étudie l'écart-type, le coefficient beta, le ratio de Sharpe et le ratio de Treynor pour les trois fonds de l'étude ainsi que leurs référentiels.

Tableau IV : Comparaison du risque du fonds ISR Mainfirst Global Equities et de celui de son référentiel l'indice MSCI ACWI Investable Market

Fonds	Écart-type	Coefficient bêta	Ratio de Sharpe	Ratio de Treynor
Mainfirst Global Equities Fund	12,36%	0,68	4,40	N/A
MSCI ACWI Investable Market Index	14,50%	1,14	2,73	28,81%

Tableau V : Comparaison du risque du fonds ISR Carmignac Emergents et de celui de son référentiel l'indice MSCI Emerging Markets Index

Fonds	Écart-type	Coefficient bêta	Ratio de Sharpe	Ratio de Treynor
Carmignac Emergents Fund	11,98%	0,97	5,21	N/A
MSCI Emerging Markets Index	13,65%	1,07	3,63	32,56%

Tableau VI : Comparaison du risque du fonds ISR Blackrock Global Funds – World Healthscience et de celui de son référentiel l'indice MSCI World Health Care

Fonds	Écart-type	Bêta	Ratio de Sharpe	Ratio de Treynor
Blackrock Global Funds – World Healthscience Fund	9,97%	1,06	0,94	8,89%
MSCI World Health Care Index	12,82%	1,20	0,75	7,06%

Par ailleurs, les tableaux VII, VIII et IX présentent la performance et le rendement anormal, à travers l'alpha de Jensen, des fonds ISR de l'étude lors du premier semestre de l'année 2020, par rapport à leur fonds classique de référence.

Tableau VII : Performances du fonds ISR Mainfirst Global Equities et du référentiel le MSCI ACWI Investable Market Index lors du 1er semestre de 2020

Fonds	Performance	Écart de performance	Alpha de Jensen
Mainfirst Global Equities Fund	-8,86%	9,64%	2,32%
MSCI ACWI Investable Market Index	-18,50%		

Tableau VIII : Performance du fonds ISR Carmignac Emergents et du référentiel le MSCI Emerging Markets Index lors du 1^{er} semestre de 2020

Fonds	Performance	Écart de performance	Alpha de Jensen
Carmignac Emergents Fund	-16,56%	5,2%	1,68%
MSCI Emerging Markets Index	-21,76%		

Tableau IX : Performances du fonds ISR Blackrock Global Funds – World Healthscience et du référentiel le MSCI World Health Care Index lors du 1^{er} semestre de 2020

Fonds	Performance	Écart de performance	Alpha de Jensen
Blackrock Global Funds – World Healthscience Fund	-9,14%	-0,58%	-0,66%
MSCI World Health Care Index	-8,56%		

6. Interprétation et discussion des résultats

6.1. Des fonds ISR moins risqués que leurs fonds classiques de référence

Si on examine les statistiques dans les tableaux IV, V et VI, l'écart-type des fonds ISR est plus faible que l'écart-type des fonds classiques. En effet, le Mainfirst Global Equities Fund affiche un écart-type de 12,36% contre 14,5% pour le MSCI ACWI Investable Market Index, le Carmignac Emergents Fund présente un écart-type de 11,98% contre 13,65% pour le MSCI Emerging Markets Index et le Blackrock Global Funds – World Healthscience Fund affiche un écart-type de 9,97% contre 12,82% pour le MSCI World Health Care Index.

Par ailleurs, les fonds ISR affichent un ratio de Sharpe plus élevé que leurs fonds classiques de référence. En effet, le Mainfirst Global Equities Fund affiche un ratio de Sharpe de 4,40 contre 2,73 pour le MSCI ACWI Investable Market Index, le Carmignac Emergents Fund présente un ratio de Sharpe de 5,21 contre 3,63 pour le MSCI Emerging Markets Index et le Blackrock Global Funds – World Healthscience Fund affiche un ratio de Sharpe de 0,94 contre 0,75 pour le MSCI World Health Care Index.

De ce fait, dans le cas des fonds ISR les valeurs sont plus dispersées autour de la moyenne que dans le cas des fonds classiques, il apparait donc une moindre volatilité des fonds ISR. En outre, du fait des ratio de Sharpe plus élevés des fonds ISR, un point de volatilité génère plus de rentabilité dans le cas des fonds ISR que dans le cas des fonds classiques.

Cette moindre volatilité des fonds ISR peut s'expliquer par le fait que les entreprises s'engageant dans des actions sociétales anticipent, en amont, des risques potentiels futurs. En s'engageant dans des actions responsables, ces entreprises ont une vision à long terme. On peut supposer que pendant la crise sanitaire, qu'à travers l'anticipation de ces risques, aux yeux des investisseurs les entreprises socialement responsables ont paru plus solides financièrement et moins risquées que les entreprises n'ayant pas anticipé les problématiques sociétales futures, telle qu'une pandémie.

Ce résultat confirme l'hypothèse 1, les critères ESG diminuent le risque perçu par les investisseurs.

6.2. Une plus grande résilience des fonds ISR basés sur l'approche best-in-class

Il convient de rappeler que dans notre étude le Mainfirst Global Equities Fund est un fonds ISR basé sur l'approche best-in-class, qui sélectionne les meilleures actions d'entreprise s'engageant dans des actions sociétales.

Quant au Carmignac Emergents Fund, c'est un fonds ISR basé l'approche de l'exclusion, qui écarte les entreprises des secteurs du tabac, des armes, du charbon et de la pornographie.

Si on examine les résultats de performance, les fonds ISR basés sur l'approche best-in-class ont été plus résilients que le fonds ISR basés sur l'approche de l'exclusion. En effet, les résultats des tableaux VII et VIII montrent que lors du premier semestre 2020, le Mainfirst Global Equities Fund chute de -8,86%, tandis que le Carmignac Emergents Fund affiche une baisse environ deux fois plus importante, soit -16,56%.

Cette meilleure performance des fonds ISR pratiquant l'approche best-in-class peut s'expliquer par le fait que ces fonds sélectionnent les meilleures entreprises en termes de pratique sociétale, indépendamment de leurs secteurs d'activité. A titre d'exemple, des secteurs porteurs, bien que controversées, affichant de bonnes performances financières, comme le secteur du pétrole, ne sont pas écartés de ces fonds. Ce résultat suggère qu'en temps de crise, l'approche de l'inclusion, à travers la notation ESG, séduit davantage les investisseurs que l'approche de l'exclusion.

Cette recherche confirme l'hypothèse 2. Les fonds ISR qui adoptent l'approche best-in-class, par la sélection des entreprises en fonction des critères ESG indépendamment de leur secteur d'activité, sont plus résilients que les fonds ISR basés sur l'approche de l'exclusion.

6.3. Une meilleure performance des fonds du secteur de la santé

Le tableau IX montre que le Blackrock Global Funds – World Healthscience, fonds ISR composé en majeure partie d'actions responsables du secteur de la santé, semble aussi bien ou mieux performer que les fonds d'autres secteurs. En effet, il affiche une baisse deux fois moins importante avec une chute de -9,14% que le fonds ISR Carmignac Emergents qui affiche une baisse de -16,56% (tableau VIII).

Toutefois, il apparaît que la résilience du secteur de la santé concerne tous les fonds du secteur, indépendamment de leur critère responsable. En effet, l'indice de marché classique, le MSCI World Health Care, est aussi résilient, en affichant même une performance légèrement supérieure au fonds ISR de Blackrock, avec un écart de 0,58%. Par ailleurs l'alpha de Jensen

du fonds de Blackrock est de -0,66%. Ce résultat confirme que le portefeuille performe moins bien que le marché.

Ainsi, ce résultat appuie en partie l'hypothèse 3, les fonds composés à majorité d'actions du secteur de la santé sont plus résilients lors d'une crise économique d'origine sanitaire. Toutefois, il convient de souligner que ce résultat s'observe pour tous les fonds du secteur de la santé, indépendamment de leur degré de responsabilité sociétale, c'est-à-dire que les fonds classiques sont tout aussi bien concernés que les fonds ISR.

7. Limites de l'étude

Faute d'accès à des données financières plus larges, seulement trois fonds ISR ont été étudiés. L'échantillon de l'étude était donc restreint, ce qui a compliqué l'utilisation d'outils statistiques. En effet, avec un échantillon plus large, l'utilisation d'outils d'économétrie tel que RStudio aurait été intéressant afin d'analyser le sujet sous un autre angle, à l'aide d'analyses statistiques plus poussées, accompagnées par des représentations graphiques.

En outre, également faute d'accès à des données financières plus larges, la question de la mesure de la performance financière des portefeuilles n'a été traitée que superficiellement. De ce fait, il serait intéressant d'étudier la question de la performance financière avec de nouveaux modèles multifactoriels incluant plus de variables, tels que *le modèle à trois facteurs* de Fama-French (1993) ou *le modèle à quatre facteurs* de Carhart (1997).⁵³

Tout considéré, du fait de l'échantillon de l'étude restreint, il va de soi que la prudence est de mise sur les résultats de l'étude. Il serait donc intéressant de comparer les résultats de l'étude, à d'autres études dans la catégorie de la performance financière des fonds ISR lors de la crise économique engendrée par la crise sanitaire.

⁵³ FAMA Eugène, FRENCH Kenneth, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, Volume 33, Issue 1, pages 3 à 56, février 1993.

Conclusion

L'objet de la recherche était d'analyser les raisons pour lesquelles les fonds d'investissements socialement responsables ont bénéficié davantage de confiance de la part des investisseurs, traduit par une surperformance financière de ces fonds lors de la crise économique liée à la propagation mondiale du coronavirus.

Pour ce faire, il a fallu d'abord présenter les concepts généraux entourant les fonds d'investissements socialement responsables, nécessaires à la conceptualisation du sujet. Il en a résulté que la responsabilité sociétale des entreprises, terme lié à l'investissement socialement responsable, fait l'objet de deux approches vis-à-vis de l'impact sur la performance financière.

Il convenait alors de se pencher sur ces deux approches de la responsabilité sociétale des entreprises. En ce sens, il a fallu passer en revue les recherches précédentes sur la relation entre la responsabilité sociétale des entreprises et la performance financière. En résumé, il a résulté de façon générale une absence de consensus sur cette relation chez les académiciens. Il a fallu alors analyser les données financières afin de déterminer l'influence de la responsabilité sociétale des entreprises sur la performance financière. Il s'est avéré de ces données que les fonds d'investissements socialement responsables ont des performances financières similaires aux fonds classiques.

Par ailleurs, les études ont montré qu'un écart de performance entre les fonds ISR et les fonds classiques existe en temps de crise. Il résulte de ces recherches que les fonds ISR, qui intègrent des critères ESG à la différence des fonds classiques, ont tendance à surperformer en temps de crise. Les données financières de la période de la crise sanitaire de l'année 2020 vont également en ce sens.

Il convenait alors d'analyser les raisons de la surperformance des fonds d'investissements socialement responsables lors de la crise sanitaire, à travers l'utilisation d'outils d'analyse statistique. Notre recherche a mis en évidence que les fonds d'investissements socialement responsables sont perçus moins risqués que les fonds classiques par les investisseurs. L'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance par ces fonds semble diminuer le risque perçu par les investisseurs. Par ailleurs, notre recherche a suggéré qu'il existe

des disparités en termes de performance entre les fonds ISR eux-mêmes. En effet, il s'avère qu'en temps de crise l'approche de l'inclusion, à travers la notation ESG, séduit davantage les investisseurs que l'approche de l'exclusion.

Toutefois, notre étude a révélé que des fonds classiques, c'est-à-dire des fonds n'intégrant aucuns critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, ont également fait preuve de résilience durant la crise économique liée au Covid-19. Il convient alors de s'interroger sur la nature de cette confiance accrue envers les fonds d'investissements socialement responsables. Longtemps mis à la cause des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, la surperformance des fonds ISR en temps de crise pourrait en définitive résulter d'autres facteurs. Il serait alors pertinent d'étudier la question de la confiance accrue envers les fonds d'investissements socialement responsables sous une autre perspective, en intégrant de nouvelles variables, au-delà des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Bibliographie

Ouvrages

FREEMAN Edward, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman edition, 1984.

La Bible, *Exode 22:25*.

PERIN Franca, QUAIREL-LANOIZELÉE Françoise, *L'ISR : Valeur financière – Valeur éthique ?*, Economica édition, septembre 2012.

TOUMA Alexandre, *L'investissement responsable*, Revue Banque édition, octobre 2018.

Thèses et articles de revue

ALLOUCHE José, LAROCHE Patrice, *Responsabilité sociale et performance financière des entreprises: une synthèse de la littérature*, juin 2013.

AREAL Nelson, CORTEZ Maria, and SILVA Florinda, *Investing in Mutual Funds: Does it Pay to Be a Sinner or a Saint in Times of Crisis?*, septembre 2010.

BARNETT Michael, SALOMON Robert, *Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance*, *Strategic Management Journal*, vol. 27, n°. 11, pages 1101 à 1122, septembre 2006.

BECCHETI Leonardo, CICIPRETTI Rocco, DALO Ambrogio, HERZEL Stefano, *Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis*, février 2014.

BNOUNI Imene, *Performance sociale et performance financière : Etat de l'art*, juin 2011.

BOWMAN Edward, HAIRE Mason, *A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility*, *California Management Review*, vol. 18, pages 49 à 58, décembre 1975.

Bundesinitiative impact investing, *Impact investing in Germany 2020 – a dynamic growth market*, juin 2020.

CAPELLE-BLANCARD Gunther, *L'investissement socialement responsable*, 2010.

CORNELL Bradford, SHAPIRO Alan, Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management*, vol. 16, n° 1, pages 5 à 14, mars 1987.

DKHILI Hichem, ANSI Henda, NOUBBIGH Hédi, Responsabilité sociétale et performance financière dans les entreprises tunisiennes, *La Revue des Sciences de Gestion* 2014/3-4 (N° 267-268), pages 43 à 50, 2014.

FAMA Eugène, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 1970, vol. 25 n° 2, pages 383 à 417, 1970.

FAMA Eugène, FRENCH Kenneth, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, Volume 33, Issue 1, pages 3 à 56, février 1993.

FRIEDMAN Milton, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *The New York Times Magazine*, page 17, 13 septembre 1970.

GREENING Daniel, TURBAN Daniel, Corporate Social Performance As A Competitive Advantage In Attracting A Quality Workforce, *Business and Society*, vol. 39 n° 3, pages 254 à 280, septembre 2000.

HIRIGOYEN Gérard, POULAIN-REHM Thierry, Les relations de causalité entre responsabilité sociétale des entreprises et performance financière : approche internationale, *Gestion 2000*, 2014/1-2 (Volume 31), pages 153 à 177, 2014.

JENSEN Michael, MECKLING William, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3 n° 4, page 308, octobre 1976.

JENSEN Michael, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 2, pages 389 à 416, 1967.

JENSEN Michael, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *Business Ethics Quarterly*, vol. 12, n° 2, pages 235 à 256, avril 2002.

LE SAOUT Erwan, BUSCOT Corinne, *Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ?*, janvier 2009.

MARKOWITZ Harry, Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pages 77 à 91, mars 1952.

MULLENBACH Astrid, L'apport de la théorie des parties prenantes à la modélisation de la responsabilité sociétale des entreprises, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2007/1 (n°223), pages 109 à 120.

NAKAI Miwa, YAMAGUCHI Keiko, TAKEUCHI Kenji, Can SRI Funds Better Resist Global Financial Crisis? Evidence from Japan, *International Review of Financial Analysis*, vol. 48, pages 12 à 20, septembre 2016.

NJAYA Joseph Bruno, L'impact de la responsabilité sociale (RSE) sur la performance financière des entreprises (PFE) au Cameroun, *Revue Congolaise de Gestion*, 2014/1 (Numéro 19), pages 89 à 112, 2014.

NOFSINGER John, VARMA Abhishek, Socially responsible funds and market crises, *Journal of Banking & Finance*, vol. 48, pages 180 à 193, 2014.

ORY Jean-Francis, PETITJEAN Jean-Luc, RSE et performance financière : une approche par la communication des entreprises, *La Revue des Sciences de Gestion*, 2014/3-4 (N° 267-268), pages 69 à 78, 2014.

PRESTON Lee, O'BANNON Douglas, The corporate social-financial performance relationship, *Business and Society*, vol. 36, n° 4, pages 419 à 429, décembre 1997.

REVELLI Christophe, L'investissement socialement responsable, *Revue française de gestion*, 7 (N° 236), pages 79 à 92, 2013.

SAADAOUI Khaled, *La performance financière de l'investissement socialement responsable : cas des fonds socialement responsables français et canadiens*, 2009.

SHARPE William, Mutual Fund Performance, *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part 2: Supplement on Security Prices, pages 119 à 138, janvier 1966.

SUBRAMANIAN Savita, CHOPRA Sameer, KABRA Manish, HAUNER David, HOPE Key, SULLIVAN Marissa, YEO James, STRZELINSKA Paulina, Bull market phenomenon? Quite the contrary, *BofA GLOBAL RESEARCH*, 25 mars 2020.

TAN Jenn-Hui, MOSHINSKY Ben, Putting sustainability to the test: ESG outperformance amid volatility, *Fidelity International*, novembre 2020.

TEBINI Hajer, *Relation entre la performance financière et la performance sociale / environnementale : une analyse critique*, janvier 2013.

TREYNOR Jack, *Market Value, Time, and Risk*, août 1961.

TRUMPP Christoph, Guenther Thomas, *Too Little or Too much? Exploring U-shaped Relationships between Corporate Environmental Performance and Corporate Financial Performance*, août 2015.

ULLMANN Arie, Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms, *The Academy of Management Review*, vol. 10, pages 540 à 557, juillet 1985.

Articles et rapports d'internet

Association Française de Gestion, *Définition de l'ISR*, juillet 2013.

Autorité des marchés financiers, *Rapport de l'AMF sur l'ISR dans la gestion collective*, novembre 2015.

Aviva, *RSE, ESG, ESS... Mais que cachent ces acronymes ?*, 5 mars 2019.

BOLUZE Léa, *Ratio de Sharpe : principe, calcul et intérêt*, 21 septembre 2020.

BOUCHAUD Bastien, *Euronext lance une déclinaison responsable du CAC 40*, 22 mars 2021.

Capital, *Pire journée de l'histoire du CAC40, krach à Wall Street... la croissance inquiète*, 12 mars 2020.

Commission européenne, *Troisième communication sur la RSE*, 25 octobre 2011.

CORNFIELD Jill, *Millennials look to make a social impact with their investing dollar, study finds*, 15 juillet 2020.

ENCELOT Marjorie, *Les entreprises socialement responsables sont celles qui ont le mieux résisté au krach de la Bourse*, 27 mars 2020.

Gestion de Fortune, *ISR : un concept encore méconnu du grand public*, octobre 2018.

GILLAM Elizabeth, *De l'importance du 'S' dans l'ESG post-Covid*, juin 2020.

Global impact investing network, *Impact investing*, 2009.

GUICHARD Aurélien, *ISR : Investissement socialement responsable*, 13 décembre 2019.

HENNION Jean-François, *« Best in class » : la norme française*, octobre 2011.

Investir durable, *Investissement socialement responsable : mode d'emploi*, décembre 2019.

JOVENE Jocelyn, *La crise du coronavirus et le « S » de ESG*, 6 avril 2020.

Le Monde, *Coronavirus : quels pays sont confinés ?*, 30 mars 2020.

MCCLURE Ben, *Modern portfolio theory: why it's still hip*, 16 janvier 2020.

McKinsey & Company, *Achieving impact for impact investing: a road map for developed countries*, mars 2016.

MORGENE Max, *L'ISR face à la crise (2/2) : facteurs de résilience*, juillet 2020.

Novafi, *Rapport de performances des fonds ISR en 2019*, 31 décembre 2019.

RCP Global Asset Management, *Does socially responsible investing hurt investment returns?*, 2019.

Spidermak, *Ed Freeman et la théorie des parties prenantes*, avril 2014.

University of Wisconsin, *The triple bottom line*, 1er avril 2021.

ZHOU Michelle, *ESG, SRI, and impact investing: what's the difference?*, 22 août 2019.

Conférence

FREEMAN Edward, *Business is about purpose*, *TEDxCharlottesville*, 2013.

Liste des tableaux et figures

Tableaux

Tableau I : Exemple d'éléments pris en compte par les critères ESG	10
Tableau II : Relations théoriques entre la RSE et la performance financière des entreprises..	26
Tableau III : Composantes des indices ISR.....	37
Tableau IV : Comparaison du risque du fonds ISR Mainfirst Global Equities et de celui de son référentiel l'indice MSCI ACWI Investable Market.....	49
Tableau V : Comparaison du risque du fonds ISR Carmignac Emergents et de celui de son référentiel l'indice MSCI Emerging Markets Index.....	49
Tableau VI : Comparaison du risque du fonds ISR Blackrock Global Funds – World Healthscience et de celui de son référentiel l'indice MSCI World Health Care	50
Tableau VII : Performances du fonds ISR Mainfirst Global Equities et du référentiel le MSCI ACWI Investable Market Index lors du 1er semestre de 2020	50
Tableau VIII : Performance du fonds ISR Carmignac Emergents et du référentiel le MSCI Emerging Markets Index lors du 1er semestre de 2020	51
Tableau IX : Performances du fonds ISR Blackrock Global Funds – World Healthscience et du référentiel le MSCI World Health Care Index lors du 1er semestre de 2020	51

Figures

Figure I : L'approche des shareholders et l'approche des stakeholders.....	16
Figure II : Cartographie des parties prenantes.....	18
Figure III : Relations théoriques entre la performance environnementale et la performance financière des entreprises	31
Figure IV : La diversification réduit le risque spécifique	32
Figure V : La performance de l'indice ISR MSCI-KLD 400 comparée à celle de son référentiel le S&P 500, de 1990 à 2018.....	37
Figure VI : Distribution des performances des fonds ISR diversifiés en 2019	38
Figure VII : Relation entre le nombre de critères ESG et la performance des fonds.....	39
Figure VIII : Performance des fonds ISR et de leurs référentiels pour le premier trimestre 2020.....	42
Figure IX : La performance des fonds ISR en fonction de leur score ESG, de janvier à septembre 2020.....	43
Figure X : Décomposition de la performance de différents critères ESG pour la période 02/2019-03/2020, sur la base des critères sociaux et de gouvernance	44

Liste des abréviations

ESG : Critères environnementaux, sociaux et de gouvernance

ISR : Investissement socialement responsable

MEDAF : Modèle d'évaluation des actifs financiers

RSE : Responsabilité sociétale des entreprises

Annexe

Annexe 1 : Résumé des études sur la question de la performance financière des fonds ISR

Study	Country	Data	Time period	Key findings for SRI Funds
Arena, Scott (2008)	France	42 SRI funds vs. traditional indices	January 2002 to December 2007	<ul style="list-style-type: none"> No significant performance difference
Azeel, Corley, Silva (2011)	United States	18 SRI funds vs. vici fund and S&P500 index	October 1993 to September 2009	<ul style="list-style-type: none"> SRI funds performed better during a crisis Evidence of both high and lower returns
Altunbas, Frenzel (2009)	Canada	2 SRI funds vs. TSE 300 index	January 1996 to December 1999	<ul style="list-style-type: none"> Evidence of both higher and lower returns Lower risk
Auer, Schuhmacher (2011)	Asia-Pacific, United States & Europe	Comprehensive research comparing performance of SRI funds and traditional funds (17 different studies analyzed)	1990 to 2010	<ul style="list-style-type: none"> No evidence of a performance disadvantage for SRI funds
Bauer, Koedijk, Otten (2002)	Germany, United Kingdom & United States	103 SRI funds and 4,384 traditional mutual funds	January 1990 to March 2001	<ul style="list-style-type: none"> Evidence of both higher and lower returns Evidence of a learning effect (underperformance by younger funds and no difference in performance for older funds)
Bauer, Guenther, Koedijk (2006)	Canada	8 ethical funds and 267 traditional mutual funds	January 1994 to January 2001	<ul style="list-style-type: none"> No significant performance difference
Bauer, Orlitz, Tuzome Red (2001)	Australia	23 ethical equity mutual funds and 291 traditional funds	November 1992 to April 2000	<ul style="list-style-type: none"> No significant performance difference
Bechtold, Coenen, Dolz, Menard (2006)	Global, North America, Europe, Asia Pacific vs Japan & China	1,270 SRI funds and 2,866 traditional funds	January 1992 to April 2002	<ul style="list-style-type: none"> No clear or performance dominance of one investment style over the other SRI funds generally do better than traditional funds in the period following the global financial crisis No evidence that limited diversification negatively impacts performance of SRI funds
Bello (2007)	United States	42 SRI funds and 44 traditional funds	January 1994 to March 2001	<ul style="list-style-type: none"> Weak adjusted returns of SRI funds indistinguishable from returns of traditional funds Fund characteristics did not differ between the two groups
Corley, Silva, Azeel (2009)	United States, Russia, Belgium, France, Germany, Italy, Netherlands & United Kingdom	39 European market mutual funds and 7 U.S. mutual funds vs. traditional and socially responsible indices	August 1996 to August 2008	<ul style="list-style-type: none"> No evidence of significant performance differences for European funds Evidence of underperformance for U.S. and Austrian funds
Derwall, Koedijk (2005)	United States	8 SRI bond funds	1997 to 2001	<ul style="list-style-type: none"> SRI bond funds provided returns similar but superior to traditional bond funds Funds to perform similarly during an economic expansion and significantly outperform during an economic contraction
Derwall, Koedijk (2008)	United States	11 SRI bond funds and 11 SRI balanced mutual funds vs. their traditional counterparts	1997 to 2001	<ul style="list-style-type: none"> Higher returns Results statistically significant Expenses for SRI funds did not cause underperformance

Study	Country	Data	Time period	Key findings for SRI Funds
De, Thomas, Zingales (2014)	International	9,840 traditional mutual funds and 231 SRI mutual funds	1980 to 2011	<ul style="list-style-type: none"> No difference in cross-sectional average performance between SRI and non-SRI funds When study is expanded to include other qualities beyond the average, there is a difference in performance
Friede, Buech, Bassen (2010)	International	Aggregated empirical evidence from more than 2000 unique primary studies (238 of these studies on funds)	1992 to 2010	<ul style="list-style-type: none"> Investors in SRI mutual funds can expect to have comparable returns to traditional mutual funds
Cerzy, Stambaugh, Levin (2011)	United States	85 no-load SRI funds and 829 no-load traditional mutual funds	July 1963 to December 2009	<ul style="list-style-type: none"> Lower returns Difference is significant under certain conditions
Ch-Ross, Kuo-Veru, Santos (2008)	United States	86 SRI mutual funds and 1,761 traditional funds	1997 to 2005	<ul style="list-style-type: none"> higher risk-adjusted performance before and after fees
Hale (2016)	International	25,000 observations of socially conscious funds vs. overall fund universe	2001 to September 2016	<ul style="list-style-type: none"> Similar risk-adjusted performance Difference that exists is slight outperformance
Irish (2011)	Canada	47 SRI equity mutual funds, 10 SRI fixed income mutual funds and 2 SRI fixed income balanced mutual funds vs. their respective benchmarks	1, 3, 5 and 10 year data for the month ended March 31, 2005	<ul style="list-style-type: none"> SRI equity funds outperform the benchmark 61% of the time, while reducing the portfolio risk SRI fixed income and balanced funds outperform the benchmark 67% of the time, with risk in line with other Canadian funds in these asset classes
Huggen, Nisam (2011)	International	122 SRI fixed income funds	October 2000 to April 2013	<ul style="list-style-type: none"> SRI funds displayed higher average returns, lower risk, and higher reward to risk ratios than traditional funds SRI funds investing in a mix of corporate and government bonds perform significantly better than pure SRI corporate and government bond funds
Kronander, Gots, Power, Sinclair (2015)	Europe	10 SRI funds matched with 10 similar non-SRI funds	January 1995 to December 2011	<ul style="list-style-type: none"> No difference in performance on a risk-adjusted basis
Lahn, Grotz (2016)	France, Germany & United Kingdom	83 SRI fixed income funds and 181 traditional funds	February 2002 to December 2014	<ul style="list-style-type: none"> French SRI bond funds match performance German SRI bond funds slightly outperform UK SRI bond funds underperform During expansion periods, SRI bond funds from Euro-Area countries outperform, and during recessions they perform at least as well as traditional funds
Leon, Ang, Smith (2014)	North America & Europe	300 European SRI fund and 348 North American SRI funds vs. benchmark	January 2001 to December 2011	<ul style="list-style-type: none"> SRI funds outperform the market benchmark in Europe and North America
Luong (2012)	Canada	28 Canadian ethical funds vs. TSX index	January 2008 to March 2012	<ul style="list-style-type: none"> Ethical funds tend to underperform the market by 4% Canadian fixed income ethical funds outperform the market by 5%
Linn (2011)	Global	80 empirical papers comparing the performance of socially responsible investments vs. traditional investments	1993 to 2010	<ul style="list-style-type: none"> Most papers found that SRI funds perform similarly to traditional funds No evidence that SRI funds are less diversified than traditional investments No evidence that SRI fund managers have less trading skill compared to traditional fund managers
Magnier, Cuchet, Schuff (2018)	Europe, North America, Australia & Asia	171 SRI mutual funds compared to non-SRI indices and non-SRI funds	October 2006 to October 2008	<ul style="list-style-type: none"> No significant performance differences Best-in-class funds that did not use exclusion criteria performed better than those that used exclusion criteria
Mutalik-Saha, Saha-Dominguez, Tortosa-Ausina (2016)	Europe, United States & Canada	1387 equity SRI funds	January 2000 to June 2013	<ul style="list-style-type: none"> Performance of SRI mutual funds is equivalent to traditional mutual funds

Study	Country	Data	Time period	Key findings for SRI Funds
Wright, Steiner, Institute for Sustainable Investing (2016)	United States	18 equity funds and 31 fixed income funds employing a "socially conscious" active investment strategy vs. traditional peers in the same asset class	2010 to 2014	<ul style="list-style-type: none"> • 64% of sustainable equity mutual funds had equal or higher median returns than traditional funds • 64% of sustainable equity mutual funds had equal or lower volatility than traditional funds • SRI fixed income fund performance was similar to traditional fixed income fund performance
Nakai, Yonemitsu, Takeuchi (2008)	Japan	62 Japanese SRI funds and 238 traditional funds	February 2006 to September 2008	<ul style="list-style-type: none"> • SRI funds outperformed traditional funds during the global financial crisis
Nafinger, Verme (2014)	United States	241 equity mutual funds in SRI category	January 2000 to December 2011	<ul style="list-style-type: none"> • SRI funds outperform traditional funds during periods of market crisis (outperformance is more pronounced in funds that employ positive screening) • SRI funds underperform during non-crisis periods
Rathner (2011)	International	25 studies comparing SRI funds to traditional funds	1981 to 2008	<ul style="list-style-type: none"> • 73% of performance comparisons do not find any significant performance differences • Significant outperformance and underperformance are found at the same rate
Revelt, Viscusi (2011)	International	81 studies and 790 experiments comparing SRI portfolios to traditional portfolios	1972 to 2012	<ul style="list-style-type: none"> • No positive or negative effect
Schultens (2011)	Netherlands	12 SRI funds compared to SRI and non-SRI indices	November 2001 to April 2007	<ul style="list-style-type: none"> • Slight outperformance of SRI funds vs. the index • Slight underperformance of SRI funds vs. non-SRI funds • Neither result was statistically significant
Schroder (2011)	Germany, United States & United Kingdom	30 US funds, 16 German and Swiss funds, and 19 SRI indices	Minimum of 30 months of data before 2012	<ul style="list-style-type: none"> • No significant performance differences • Some SRI funds exhibited significantly higher returns
Suard (2012)	France	47 SRI funds vs. cap-weighted and efficient benchmarks	January 2008 to December 2011	<ul style="list-style-type: none"> • Most results insignificant • Significant values were negative • Efficient benchmarks were best less often
Sirmam, Charkov (2016)	United States	1,786 mutual funds, encompassing funds classified as either socially responsible or traditional	January 1992 to June 2011	<ul style="list-style-type: none"> • No significant performance differences
Turnes, Cerpentin, Baudon (2013)	Austria, Belgium, France, Germany, Luxembourg, Netherlands, Switzerland & United Kingdom	80 SRI funds vs. unscreened benchmark indices and SRI benchmark indices	January 2010 to December 2011	<ul style="list-style-type: none"> • Investors can apply social screens to their investment choices without sacrificing their financial returns

Source : RBC Global Asset Management, 2019