

L'ISR français : un développement certain mais des performances à tester sur le long terme



Sylvie Guidici

Professeur / Reims Management School
sylvie.guidici@reims-ms.fr



Catherine Karyotis

Professeur / Reims Management School
catherine.karyotis@wanadoo.fr

Longtemps, la richesse des actionnaires d'une entreprise est restée prioritaire dans les économies développées ; cette recherche d'accroissement de la valeur actionnariale s'est établie dans la mouvance de la pensée de Friedman qui affirmait que l'unique responsabilité sociale de l'entreprise était d'augmenter ses profits¹. Puis progressivement est apparue la notion de « stakeholder »² qui se concentre sur le dialogue de l'entreprise avec l'ensemble de ses parties prenantes et leurs attentes.

Parallèlement, dans les années quatre-vingt, l'investissement socialement responsable s'est développé. Il représente l'application financière du développement durable et se construit autour de trois composantes : l'environnement, le social et l'économie.

Le rapport Brundtland³, commandité par les Nations unies, définit le développement durable comme la capacité des générations présentes à satisfaire leurs besoins sans compromettre l'aptitude des générations futures à couvrir leurs propres besoins. Amnesty International considère que le développement ne sera durable que s'il l'est pour toutes les parties prenantes de l'entreprise, quelles qu'elles soient et où qu'elles soient. Aussi le développement durable d'une entreprise dépasse-t-il son propre développement quand il fait du développement des autres la condition première de son propre développement⁴.

De nombreux auteurs⁵ ont repris le référentiel du secrétariat d'État au Développement durable pour exposer le développement durable selon le triptyque des responsabilités sociale, économique et environnementale qui permet de lui adjoindre les qualificatifs d'équitable, vivable et viable. Selon Elkington⁶, repris par Capron et Quairel-Lanoizelée⁷, ce référentiel exprime l'idée que l'entreprise socialement responsable se doit de réaliser l'équilibre le plus harmonieux possible entre ces trois dimensions de telle sorte qu'elle conjugue trois

objectifs : prospérité économique, justice sociale et qualité environnementale. Les intersections entre ces trois notions représentent des zones de collision ou de tension qui constituent des risques ou des opportunités pour l'entreprise. Dans cette mouvance, l'investissement socialement responsable émerge en intégrant des critères économiques, sociaux et environnementaux.

Notre article propose une étude globale de l'investissement socialement responsable en France. À cette fin, il reprend brièvement l'historique, expose les différents types de produits offerts sur le marché et les raisons de l'attrait des investisseurs pour ce type de produits d'épargne. Après une présentation des liens éventuels entre performance financière et sociétale, nous étudions 28 fonds ISR français actions au travers des indicateurs classiques de performance mais également de la répartition des portefeuilles. Enfin, nous tentons de relativiser la sous-performance des fonds ISR en les comparant à des fonds traditionnels pour 21 sociétés de gestion.

I Historique

L'ORSE – ADEME⁸ reprend les termes du SIF – Social Investment Forum – pour définir l'investissement socialement responsable en trois axes :

- La sélection qui revient à inclure ou exclure de son portefeuille d'investissement les actions des entreprises selon que celles-ci répondent ou non à des critères sociaux, environnementaux ou éthiques ;
- L'activisme actionnarial qui consiste à utiliser les droits de vote liés aux actions, et à présenter des résolutions afin d'influencer le comportement des entreprises, de les rendre plus responsables ;

- L'investissement dans la communauté qui en fait un programme d'investissement d'une institution financière, consistant à investir dans des initiatives ou des entreprises non cotées impliquées dans des activités jugées particulièrement responsables comme les énergies renouvelables, l'agriculture biologique ou le développement local.

L'investissement éthique⁹ apparaît dans les années vingt aux États-Unis pour répondre aux souhaits des congrégations religieuses qui désirent alors investir dans des actions d'entreprises exerçant une activité conforme aux valeurs chrétiennes. On parlait alors d'éviter les *sin stocks* – actions du péché, et de politique d'exclusion (tabac, armement, alcool...) ¹⁰. Actuellement, l'investissement socialement responsable (ci-après ISR) représente plus de 200 fonds dont l'encours dépasse les 2 000 milliards de dollars US. En Europe, si le premier marché des fonds éthiques est le marché britannique¹¹, le premier fond est cependant suédois, Arktie-Ansvar Sverige Fonden, lancé en 1965.

Le marché français démarre dans les années quatre-vingt. En 1983, le CCFD (Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement) et le Crédit Coopératif créent le premier fonds de partage¹² : Faim et Développement¹³. La même année, le premier fonds éthique, Nouvelle Stratégie 50, est lancé par Meeschaert. Au départ créé par une sœur en vue de constituer des revenus pour les retraites des religieuses de sa congrégation, le fonds s'appuie, aujourd'hui, sur des critères d'investissement reposant sur la politique de l'emploi, l'utilité sociale des produits, ou encore la protection de l'environnement.

Il faut cependant attendre la deuxième moitié des années quatre-vingt pour constater l'éclosion de nouveaux fonds ISR. Selon Pérez¹⁴, le développement de l'ISR devrait être stimulé à terme par le dispositif voté en 2001 sur l'épargne salariale et le Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale créé en 2002 par 4 Confédérations syndicales afin de labelliser des sociétés de gestion d'épargne salariale orientée ISR.

Fin 2004, l'encours total des OPCVM ISR atteint 5 milliards d'euros, en France, représentant une hausse de 71 % en un an. Certes la hausse, depuis 2 ans, est particulièrement importante, mais il convient de relativiser cette évolution. L'encours total des fonds ISR ne représente encore qu'une très faible proportion de l'univers global de la gestion collective en France qui totalise un encours de 1 080 milliards d'euros !

Le marché français propose 122 fonds ISR¹⁵ fin 2004, pour la majorité, des fonds actions¹⁶.

Au 30 juin 2005, l'encours des fonds ISR français (proposés par 49 sociétés de gestion) a progressé de 24 % sur un an (contre 10,6 % pour les fonds traditionnels). L'évolution s'explique certes par la création de nouveaux fonds ISR, mais également, par la transformation d'anciens fonds. L'évolution (7,24 milliards d'euros d'encours) est disparate : l'encours des fonds actions augmente de 86 % sur un an, tandis que les encours des fonds diversifiés et obligataires n'augmentent respectivement que de 14 et 1 %.

L'ISR est devenu un véritable marché, consacré par la création d'indices éthiques (ex : Aspi et DJSI créés en 2001). Et la décision en 2005 de l'ERAFP (Établissement de retraite

additionnelle de la fonction Publique) d'investir sa collecte dans les titres ISR donnera sans doute une impulsion non négligeable aux produits éthiques. Un montant total de 1,4 milliard d'euros viendra alimenter la tendance haussière de l'ISR français. Après le Fonds de réserve pour les retraites et l'Agirc-Arcco, ce sont toutes les catégories d'investisseurs institutionnels qui permettront peut-être à l'ISR d'entrer dans une phase de maturité qui, par mimétisme, incitera davantage encore, les particuliers à placer leur épargne dans les entreprises socialement responsables.

II Taxinomie des différents types de fonds et approche de leur gestion

On distingue quatre grands types de fonds ISR :

- Les fonds de solidarité, ou de partage, pour lesquels il n'existe pas de typologie d'investissement dans tel ou tel secteur d'activité mais dont le qualificatif a lieu d'être parce qu'ils redistribuent une partie de leurs produits à une ou plusieurs œuvres caritatives.
- Les fonds à critères négatifs qui excluent les valeurs issues d'activités non éthiques : l'alcool, le tabac, la pornographie, les jeux d'argent, l'armement... ou encore les entreprises faisant travailler les enfants.
- Les fonds thématiques qui, lors du choix d'investissement, appliquent des critères positifs orientés vers un thème spécifique (exemples : le social ou l'écologique).
- Les fonds durables dont la stratégie d'investissement repose sur une évaluation multifactorielle assise sur des dimensions sociales, environnementales ou éthiques.

D'autres typologies existent¹⁷ :

- Les fonds de première génération qui reposent sur l'approche (ou « *screening* ») négative ;
- Les fonds de seconde génération qui adoptent un ensemble limité de critères positifs (en analysant un aspect social ou environnemental de la gestion des entreprises) ;
- Les fonds de troisième génération qui opèrent une sélection plus fine des entreprises (en les analysant sur un ensemble de critères plus larges), selon une approche nommée « *Best in Class* » ;
- Les fonds de quatrième génération, semblables à ceux de la troisième génération mais avec une analyse et une évaluation faisant l'objet d'une communication et d'un dialogue régulier avec les parties prenantes (actionnaires, dirigeants, personnel, syndicats, clients, fournisseurs...).

Dès lors qu'un fonds socialement responsable est créé, son gestionnaire décide d'un processus d'investissement. Schématiquement, le gérant présélectionne les valeurs en fonction de leur note élaborée par les agences de notation éthique (Vigéo, Eiris...) et leur affecte une propre note selon une analyse interne si l'établissement est doté d'une structure ad hoc. Dans cet univers, il choisit, enfin, les valeurs en fonction de leurs performances financières et des objectifs de gestion.

III Les investisseurs

Globalement, le succès des fonds éthiques s'explique par le comportement des trois acteurs concernés¹⁸ :

- Les entreprises socialement responsables faisant état de projets à finalité sociétale ont un objectif d'obtention des conditions de financement acceptables ; à défaut, elles ont du mal à trouver des moyens de financement car elles présentent des risques.
Adopter une stratégie de développement durable permet de réduire certains coûts : le développement durable, en réduisant les risques des entreprises, induit une diminution des coûts de financement.
- Les intermédiaires financiers, quant à eux, ont un intérêt stratégique indiscutable dans la vente des produits éthiques à leurs clients ; face à la prise de conscience de l'ensemble des agents économiques sur le développement durable, et tout particulièrement, la clientèle des banques, ces dernières soignent leur image de marque en vendant des produits ISR.
- Les investisseurs, individuels et institutionnels, semblent de plus en plus sensibles au comportement sociétal des entreprises. Aussi réclament-ils de plus en plus de transparence sur l'activité des entreprises susceptibles de les attirer au titre de placements, la diffusion des informations étant de plus en plus aisée. Cependant, en 2001, 7 % des Français seulement connaissaient la notion d'épargne éthique¹⁹.

L'investisseur est face à un constat : la rentabilité financière d'une entreprise, c'est-à-dire sa capacité à dégager durablement un rendement du capital supérieur à son coût, peut être profondément affectée par la négligence vis-à-vis du capital humain ou de l'environnement. Ces deux éléments s'intègrent alors naturellement dans le processus d'investissement. Ainsi, le développement durable n'est pas un style de gestion mais une grille de lecture de la performance de l'entreprise, une nouvelle source d'exigence et, éventuellement, un filtre supplémentaire dans la sélection des investissements²⁰.

Déjean²¹ remarque que si l'on considère les marchés comme efficaces alors les investisseurs sont à même d'utiliser toutes les informations financières pour investir. Aussi cite-t-elle Patten²² qui stipule que, pour certains investisseurs, les informations sociétales sont aussi importantes que les informations financières, voire se substituent²³.

Enfin, Mackenzie et Lewis ont, à plusieurs reprises, étudié le comportement des investisseurs éthiques américains. En 1999²⁴, ils ont effectué une recherche empirique sur les croyances morales et financières de 20 investisseurs dits éthiques et ont remarqué qu'en général leurs portefeuilles n'étaient investis que dans une faible proportion d'actifs éthiques. Cependant, la recherche reste limitée de part l'absence d'une analyse quantitative. En 2000²⁵, ces mêmes auteurs ont mené une enquête auprès de 1146 investisseurs britanniques clients de deux fonds éthiques (avec un taux de réponse de 32 %), en partant du postulat que les décisions des acteurs ne sont pas motivées seulement par la satisfaction des intérêts privés, mais également par des considérations morales. In fine, les investisseurs éthiques sont d'âge moyen, de classe

moyenne et politiquement actifs ; leur comportement est inélastique face aux pertes, mais élastique face aux gains. Les auteurs ont alors conclu que les contre-performances des fonds éthiques ne sont pas un déterminant des politiques de désinvestissement des investisseurs responsables et les préférences de ces derniers ne sont pas corrélées avec les montants investis dans les actifs éthiques.

Selon Déjean²⁶, cette recherche remet en cause le postulat de l'agent économique rationnel : lorsque les fonds éthiques sous-performent les fonds traditionnels, les investisseurs responsables conservent leurs parts dans les fonds.

L'acquisition d'un fonds ISR relève plus certainement d'un choix philosophique pour les particuliers, et d'une politique de gestion à moyen et long termes pour les institutionnels ; ceux-ci misent sur un lien positif entre performance financière à long terme et prise en compte de critères sociaux et environnementaux.

Les investisseurs socialement responsables se répartissent au final comme suit :

Tableau 1. Marché des résidents français : Répartition par type d'investisseurs

Investisseurs institutionnels : gestion collective	42 %
Investisseurs institutionnels : gestion dédiée	18 %
Investisseurs particuliers : gestion collective	29 %
Investisseurs particuliers : épargne salariale	2 %
Investisseurs particuliers : FCP Entreprise	9 %

Source : Novethic, *Marché français de l'ISR : Gestion collective et dédiée, particuliers, institutionnels et épargne salariale, juillet 2005.*

IV Les mesures de performances

Un groupe de travail de l'ORSE a étudié les liens entre responsabilité sociale des entreprises et performances économiques²⁷. Il constate que cette responsabilité sociale peut apparaître comme un élément de marketing pour les entreprises et un outil stratégique favorisant l'amélioration des performances. Elle permet également à l'entreprise d'entrer dans l'univers de « responsable » de plus en plus réclamé par les investisseurs.

Une synthèse des approches théoriques relatives aux causalités entre performance sociétale et performance financière a été élaborée par Gond²⁸, comme présentée ci-après, même si le défi actuel est encore de définir universellement ce qu'est la responsabilité sociale et de lui attribuer des indicateurs standardisés et quantifiables²⁹.

Certains travaux ont permis de voir s'il existait un lien positif, négatif ou neutre entre les deux notions de performances, sociétale et financière. L'auteur cite les études les plus récentes synthétisées dans le tableau ci-dessous.

Mais aucune étude empirique n'a réellement permis de distinguer la validité de toutes ces hypothèses en terme de causalité.

Une synthèse des performances sur trois ans a été élaborée par Novethic via une comparaison, fin 2003, entre OPCVM ISR et OPCVM traditionnels sur le marché français. Il en ressort les chiffres suivants :

Tableau 2

	Lien positif	Lien négatif
Responsabilité Sociale des Entreprises → (implique) Performance financière	<u>Hypothèse (H1) de l'impact social ou du bon management</u> : La capacité à satisfaire les stakeholders conduit à une amélioration de la performance. <i>(Un coût supplémentaire DD bien géré est le signe d'une bonne gestion générale)</i>	<u>Hypothèse (H2) de l'arbitrage</u> : La recherche d'une meilleure performance sociétale implique des coûts financiers générant un désavantage compétitif. <i>(La gestion des coûts DD oblige l'entreprise à réaliser des arbitrages sur d'autres dépenses)</i>
Performance financière → RSE	<u>Hypothèse (H3) des fonds disponibles ou du « slack organisationnel »</u> : Le comportement sociétal est fonction des ressources disponibles : théorie du <i>slack</i> de ressources. <i>(Une bonne santé économique permet de dégager des moyens financiers nécessaires à une politique DD)</i>	<u>Hypothèse (H4) de l'opportunisme</u> : Les managers poursuivent des objectifs privés au détriment des <i>shareholders</i> ou des <i>stakeholders</i> . <i>(Le salarié verse une prime virtuelle à son employeur, qui lui garantit en retour son revenu en période de sous-activité – théorie des contrats)</i>
RSE ⇔ Performance financière	<u>Hypothèse (H5) de la synergie positive – cercle vertueux</u> : <i>(Création de valeurs financière et sociétale)</i>	<u>Hypothèse (H6) de la synergie négative – cercle vicieux</u> : <i>(Destruction de valeurs financière et sociétale)</i>
	Ces deux hypothèses croisent différents fondements conceptuels précédents	
RSE ∅ Performance financière (Intersection vide)	<u>Hypothèse (H7) de l'absence de relation entre performance sociétale et performance financière</u> Il existe une offre et une demande de responsabilité sociétale, dans un contexte microéconomique standard, à l'équilibre, il n'y a pas de lien entre RSE et performance financière.	

Remarque : des commentaires ou explications ont été ajoutés lors du 3^e forum européen pour le développement durable et une entreprise responsable (Federe 2004 suscité) ; ils sont stipulés en italique dans notre tableau.

Tableau 3

Bilan des résultats concernant les études liens RSE/FP	Lien positif	Lien nul	Lien négatif
Griffin et Mahon ¹ (62 études)	33	9	20
Roman et Al. ² (52 études)	33	14	5

(1) Griffin J., Mahon J., « The corporate social performance and corporate financial performance debate », *Business & Society*, 36 : 1, 1997.

(2) Roman R.M., Hayibor S., Agle B.R., « The relationship between social and financial Performance. Repainting a portrait », *Business and Society* vol. 38 n° 4 1999.

Tableau 4

Classes d'actifs	3 ans		Volatilité (%) 1 an	
	S&P*	Fonds ISR	S&P*	Fonds ISR
Actions France	- 14,04 %	- 15,42 %	16,50 %	20,01 %
Actions Euro	- 14,61 %	- 14,64 %	18,32 %	18,31 %
Actions Europe	- 13,68 %	- 14,68 %	16,61 %	17,91 %
Actions Monde	- 14,26 %	- 13,59 %	16,57 %	14,28 %

* Moyenne des fonds de droit français (S&P Investment services au 31/12/2003)

Source : Panorama de l'ISR, Novethic – Amadeis, janvier 2004.

La performance des fonds ISR s'avère moindre que celle des fonds traditionnels, mais les fonds ISR ont été, pour la plupart, créés entre 2000 et 2002 et proposent tous des durées d'investissement supérieures à 2 ans.

V Étude des fonds ISR français

Avant d'étudier la sur ou sous performance des fonds et indices éthiques par rapport aux fonds et indices traditionnels, nous reprenons deux exemples donnés par Chauveau et Rosé³⁰. Les auteurs notent que l'indice socialement responsable américain, le DSI 400, sur-performe le S&P 500 entre 1990 et 2003. En effet, le premier enregistre une hausse de 19,01 %, contre 17,48 % pour le second. Mais, en 2002, le premier affiche une baisse de 14,32 %, alors que le S&P 500 ne chute que 9,01 %. Cette différence s'explique par une surpondération des valeurs technologiques (car peu polluantes) dans le DSI 400. Par ailleurs, le fonds Écureuil 1, 2, 3 du groupe Caisse d'Épargne, enregistrait, l'année de sa création une performance inférieure au SBF 120 de 7,5 points ; cet écart négatif s'est expliqué par l'absence d'Alcatel (dont l'actionnaire de référence était Thalès, entreprise de vente d'armement) dans le portefeuille dudit fonds qui enregistrait alors une hausse de 67 % début 2000 et par la vente des actions Total (suite au naufrage de l'*Erika*) qui a pourtant enregistré une hausse de 30 % en neuf mois ! Ces phénomènes sont d'autant plus probants qu'ils concernent des valeurs représentant un poids considérable dans les indices.

Nous avons étudié 28 fonds ISR commercialisés par 23 sociétés de gestion parmi ceux référencés éthiques par Novethic, uniquement sélectionnés dans l'univers des fonds actions ouverts aux particuliers et aux institutionnels. Ces fonds appartiennent à la catégorie « grandes capitalisations ».

Nos éléments sont, pour l'essentiel, pris dans les bases de données Morningstar et Europerformance, arrêtés au 30 décembre 2005. Outre, la croissance des valeurs liquidatives, nous avons étudié la performance des fonds au travers des indicateurs Alpha, Bêta et Ratio de Sharpe, et la répartition des portefeuilles.

De cette étude, il ressort une légère sous-performance des fonds ISR corroborant les conclusions suscitées de Novethic. Nous présentons ci-dessous une analyse globale des chiffres. Puis nous tentons de rechercher une explication à cette sous-performance en étudiant et comparant les portefeuilles de fonds ISR et traditionnels de 21 sociétés de gestion. Enfin, nous relativisons la sous-performance en la rapprochant des fonds traditionnels gérés par les mêmes sociétés de gestion, pour 21 d'entre elles (dans notre échantillon, 2 sociétés ne gèrent que des fonds actions ISR).

1. L'étude globale des chiffres

Afin d'étudier la performance de notre échantillon, nous avons repris, dans l'annexe 1 :

- Les valeurs liquidatives depuis le 31.12.2000.
- La performance moyenne sur 3 années.
- Le ratio de Sharpe³¹ qui mesure le rendement excédentaire par unité de risque, postulant que la volatilité des performances passées est équivalente au risque. En conséquence, plus le ratio est élevé, meilleure est la performance historique ajustée au risque (car plus la prise de risque est rémunérée).
- Le Bêta qui mesure la sensibilité d'un fonds au mouvement du marché, issu du modèle de marché de Markowitz³². (Le $\hat{\alpha}$ du marché étant égal à 1, si le $\hat{\alpha}$ d'un fonds est supérieur à 1, cela signifie que le fonds sur-performe le marché lorsqu'il est haussier, et inversement³³).
- L'Alpha, dit coefficient de Jensen³⁴, qui mesure la surperformance du fonds par rapport à l'indice de référence. Il exprime le rendement résiduel et mesure, de facto, la qualité de gestion du fonds. S'il est positif, la performance du fonds est supérieure à la normale.

Les chiffres présentés en annexe I sont repris dans la base de données Morningstar qui calcule les indicateurs susnommés en prenant, en général, l'indice MSCI EMU³⁵.

Leur examen des chiffres révèle les résultats suivants :

	Moyenne échantillon	> moyenne	< moyenne
Performance annualisée sur 3 ans	9,88 %	11 fonds	17 fonds
Ratio de Sharpe	0,53	12 fonds	16 fonds
β	0,95	$\beta \geq 1$: 11 fonds	$\beta < 1$: 17 fonds
α	- 2,59	11 fonds (dont 3 avec un $\alpha > 1$)	17 fonds

Au vu de ces chiffres globaux, les fonds ISR de notre échantillon sous-performent le marché.

Sur 3 ans, selon la même base de données, l'indice MSCI Europe progresse de 64,1 % tandis que la performance des fonds catégorie Actions Euroland Grandes Capitalisations enregistre une hausse de 57,6 %³⁶.

2. De la sous-performance des indices éthiques

Au-delà de la corrélation des indices éthiques entre eux, la corrélation entre indices éthiques et traditionnels est tout autant incontestable³⁷.

En conséquence, les fonds ISR devraient logiquement suivre les fonds traditionnels. Toutefois, certaines études américaines obtiennent des résultats divergents. Sauer³⁸

(pour 1986-1996) et Statman³⁹ (pour 1990-1998), concluent à une supériorité du DSI400 sur le S&P500⁴⁰. Le Maux & Le Saout⁴¹ constatent la même chose pour le FTSE4Good et les indices FTSE et en déduisent une absence de décote sociale.

Pourtant, Brito et Al.⁴² notent que, hormis le DSI400 qui sur-performe légèrement le S&P500, tous les indices éthiques européens sous-performent les indices traditionnels depuis 2001. Entre janvier 2001 et juillet 2004, l'écart de performance entre le FTSE4Good et le FTSE Europe est de - 0,93 % ; il est de - 6,58 % entre le DJSI Europe et le DJ Europe et de - 3,03 % entre l'Aspi et le DJ Eurostoxx. Et la volatilité et la *tracking error*⁴³ sont plus fortes pour les indices éthiques.

Les auteurs expliquent cette sous-performance par des biais sectoriels, géographiques et de capitalisation. Globalement, les secteurs financiers et biens d'équipement sont sur-représentés dans les indices éthiques au détriment du secteur de l'énergie. Le biais géographique amène une pondération plus forte des pays avancés dans les critères des agences de notation sociétale au sein des indices éthiques (Pays-Bas et Allemagne notamment). Enfin, le biais de capitalisation a lieu d'être en privilégiant les grandes capitalisations (plus avancées en matière de critères extra-financiers) au détriment des petites capitalisations dans les indices.

3. Une gestion indicielle passive pour expliquer la sous-performance des fonds ISR

L'approche des fonds ISR est essentiellement basée sur le *screening* positif privilégiant certains aspects « sociétaux » : les gestionnaires ont alors recours à l'approche *best in class* pour sélectionner les entreprises les mieux notées, permettant ainsi de réduire le risque supplémentaire induit par la supposée moindre diversification des fonds ISR⁴⁴. Les fonds étudiés affichent une gestion *benchmarkée* en majorité sur indices traditionnels, pour 2 sur 3 (10 % des fonds seulement se basent sur un indice éthique). De facto, ils « copient » le marché pour minimiser au maximum les risques spécifiques de chaque valeur, et restent en fait attachés à des performances financières.

C'est donc généralement une gestion indicielle qu'utilisent les gérants de fonds ISR. Nous constatons, en effet, des *tracking errors*, pour celles dont nous avons eu connaissance, souvent inférieures à 3⁴⁵, et une faible rotation des valeurs en portefeuille⁴⁶.

La gestion indicielle passive permet une diversification à moindre coût et des rendements constants. Mais la diversification reste modérée compte tenu de l'assiette des entreprises notées comme socialement responsables qui, certes, s'élargit mais est encore limité. Il existe donc un filtre extra-financier supplémentaire.

Quelques fonds ISR, à orientation spécifique, investissent dans certaines valeurs uniquement pour répondre aux attentes particulières de leurs clients (ex : congrégations religieuses...). Ils excluent des secteurs d'activité ou des entreprises, ce qui peut expliquer des performances à contre tendance⁴⁷.

4. Une focalisation sur deux fonds pour expliquer la sur ou sous-performance

Le classement des fonds de notre échantillon fait ressortir les éléments suivants (annexe I) :

- Le fonds Sarasin Expansion Durable⁴⁸ présente les meilleurs indicateurs : sa performance annuelle moyenne sur

3 ans est de 13,75 %, son ratio de Sharpe est de 0,76⁴⁹, son alpha est de 0,87 ; seul le bêta le classe en quatorzième position à 0,97⁵⁰.

Incontestablement, son objectif de gestion (surperformer le DJ Euro Stoxx 600) est atteint, comme l'atteste le tableau ci-dessous :

Performances (flat)	1 mois	2005	2004	2003
Sarasin Europe Expansion Durable	- 1,34 %	13,09 %	14,57 %	22,03 %
DJ Euro Stoxx 600	- 1,23 %	13,40 %	9,84 %	13,26 %
Différentiel	0,11 %	- 0,31 %	4,73 %	8,77 %

Cependant, sur les cinq premières valeurs en portefeuille⁵¹, trois seulement appartiennent aux indices éthiques européens. Il semblerait donc que le gérant cherche à maximiser le rendement en incluant des valeurs hors de l'univers des indices éthiques.

- CA AM Activauteurs présente les plus mauvais indicateurs⁵² : sa performance annuelle moyenne sur 3 ans est de 6,98 %, son ratio de Sharpe est de 0,42, son alpha est de - 3,76 ; son bêta le classe en vingt-sixième position à 0,8.

Son objectif de gestion est d'investir sur des valeurs européennes bien évaluées sur des critères extra-financiers. Il neutralise les biais sectoriels ou géographiques pour concentrer son risque actif sur la seule sélection de valeurs socialement responsables. Sa sous-performance, eu égard à son indice de référence, le MSCI Europe, bien qu'il se soit déclaré comme fonds non *benchmarké*, s'explique par un choix perdant dans les secteurs des services aux collectivités publiques et de l'alimentation, non compensé par le choix gagnant pris dans les secteurs de biens de consommation durables et de la distribution⁵³.

Pourtant, si une approche unilatérale des fonds ISR nous amène à conclure une sous-performance desdits fonds, il convient de relativiser nos résultats.

5. Une sous-performance relative en comparaison des fonds traditionnels

Afin d'argumenter la relative sous-performance des fonds ISR, nous avons examiné, pour 21 sociétés de gestion de notre échantillon, les performances des fonds actions grandes capitalisations euro. Au vu des chiffres (annexe 4), les performances de l'année 2005 sont meilleures pour les fonds traditionnels que pour les fonds ISR (24,2 % contre 23,2 %).

In fine, en moyenne, les indicateurs, arrêtés au 30.11.05 et présentés en annexe 2, ressortent comme suit :

Indicateurs (moyenne échantillons)	Fonds ISR	Fonds traditionnels
Performance moyenne sur 3 ans	9,78 %	10,79 %
Sharpe	0,53	0,62
Bêta	0,95	0,94
Alpha	- 2,92	- 1,47

La prise de risque est meilleure pour les fonds traditionnels, ces derniers enregistrent 6 % de mieux en période

de marchés haussiers, mais leur alpha est également négatif. La sous-performance des fonds ISR ne nous semble pas significative. Notons également que 4 fonds ISR surperforment les fonds traditionnels.

Même si la composition des portefeuilles des fonds ISR présente de fortes analogies⁵⁴ avec celle des fonds traditionnels, nous avons cherché un biais éventuel. Le biais de capitalisation est peu probant : tous les fonds (ISR ou non) ont, quelle que soit leur performance, entre 80 et 90 % de grandes capitalisations⁵⁵. La faible représentation des moyennes capitalisations dans les fonds ISR s'explique par le suivi des agences de notation extra-financière essentiellement focalisé sur les grandes entreprises, les plus à même de collecter et de diffuser des informations sociétales.

De même en est-t-il pour le biais géographique. Il eut été logique qu'une diversification hors zone Euro soit bénéfique sur le ratio de Sharpe. Or le fonds ISR d'HSBC⁵⁶ présente un indice légèrement supérieur à la moyenne seulement, et sa performance équivaut à la moyenne de l'échantillon. En outre, son fonds traditionnel, centré sur la zone Euro, offre une performance supérieure. Enfin, en matière de biais sectoriel, la répartition des portefeuilles nous permet de constater que les sociétés de gestion ayant des fonds ISR surperforment leur fonds traditionnel affichent des pourcentages plus forts en valeurs du secteur de l'énergie. L'écart de performances le plus défavorable envers l'ISR est celui de Groupama⁵⁷ : les différences les plus notables de répartition ont trait aux valeurs financières et énergie (plus importantes dans le fonds traditionnel que dans le fonds ISR). Il semblerait donc, toutes choses égales par ailleurs, que les fonds amplifient les différences entre indices⁵⁸. Il existe éventuellement un léger biais sectoriel pour les indices dont l'effet est accru dans les fonds.

En tout état de cause, la sous-performance des fonds ISR est à nuancer.

Premièrement, si l'on se réfère à la théorie des marchés efficients sur laquelle repose la gestion indicielle, tous les investisseurs détiennent les mêmes informations au même moment. L'ajustement des cours est donc immédiat car les informations y sont intégrées automatiquement et instantanément. Ce qui vaut pour les entreprises (et notamment les grandes capitalisations) vaut a fortiori pour les indices. De facto, il est difficile de surperformer un indice de référence.

Deuxièmement, comme évoqué plus haut, les indices éthiques européens sous-performent, en général, les indices traditionnels. Depuis leur existence, ils auraient souffert de la baisse des marchés confirmant la théorie du MEDAF⁵⁹. Comme mentionné ci-dessus, ils souffrent d'un biais sectoriel.

Troisièmement, le recul dont nous disposons reste limité ; cette faible antériorité est d'autant plus probante que la moitié des fonds ISR étudiés requièrent un horizon de placement recommandé de 5 à 8 ans⁶⁰. À l'issue de cet horizon, il conviendra de confirmer ou infirmer ces conclusions. Ipso facto, les différences de performances ou d'allocation d'actifs nous semblent, aujourd'hui, trop peu significatives pour en tirer des conclusions définitives sur le surcoût de l'ISR. Si le postulat qui régit l'investissement socialement responsable s'avère, les fonds ISR, et avec eux les entreprises engagées dans une démarche de développement durable, apparaîtront peut-être aussi rentables, voire plus que les investissements traditionnels.

Conclusion

Notre étude portait sur l'offre française en matière d'OPCVM ISR. Le développement de ce type de produits est incontestable, l'offre augmente considérablement face à une demande émanant d'investisseurs de plus en plus soucieux de leur environnement et de plus en plus convaincus de l'importance du concept de développement durable. Les entreprises s'engagent également à respecter l'environnement, les conditions sociales et autres éléments permettant de construire durablement leur avenir.

Nonobstant cette prise de conscience des agents économiques et l'explosion des encours des investissements dits durables, la performance des fonds ISR ne semble guère plus faible que celle des fonds traditionnels.

Cependant, le marché français de l'ISR est encore récent, l'antériorité des indicateurs est donc limitée. À priori, les différences de performances sont, à ce jour, peu significatives. L'impact de l'éthique et du développement durable sur les performances financières des entreprises ne se mesurera

que sur le long terme. Les organismes financiers engagés dans ce domaine arguent d'ailleurs, comme précisé plus haut, d'un horizon de placement supérieur à celui d'un investissement classique, corroborant de facto que s'il existe un lien entre performances sociétale et financière, celui-ci n'est pas actuellement avéré. En outre, les valeurs éligibles aux indices éthiques, souvent les mêmes que celles composant les indices traditionnels, sont et seront de plus en plus nombreuses ; les différences entre fonds éthiques et traditionnels s'amenuiseront donc progressivement, amenant alors à ne plus considérer l'investissement éthique en tant que tel et à effacer la frontière avec l'investissement classique. Dans ce cas, l'orientation éthique de la finance n'aura lieu d'être que pour les fonds solidaires ou les fonds d'exclusion. Les premiers distribuent une partie de leur revenu à des fins sociales, les seconds disposent d'un pouvoir de pression qui conduira, peut-être à terme, à impacter favorablement les orientations sociales et environnementales des entreprises exclues de leur univers de gestion, qui modifieront éventuellement leur stratégie afin de satisfaire les investisseurs éthiques.

1. Friedman M., « The social responsibility of business is to increase its profits », *New York Times Magazine*, September 1970.
2. Freeman, en 1984, a présenté une première approche de la stakeholder value. En France, la notion de valeur partenariale, et sa mesure, ont été développées par Charreaux et Desbrières. Le JO du 30 janvier 2005 définit la valeur partenariale comme l'ensemble des caractères qui font apprécier un entreprise, indépendamment de sa valeur actionnariale par chacune des parties intéressées à sa bonne marche et qui fonde la confiance qu'elle inspire.
3. Brundtland G.H., *World Commission on environment and development : Our common futur*, Oxford University Press, 1987.
4. Leclerc J.N. « Le développement durable est-il promis à un avenir durable » *Entreprise Éthique* n° 19, octobre 2003.
5. Dont, notamment, Barabel M., Meier O., Schier G., « Une communication financière en voie de transformation », *L'Expansion Management Review*, décembre 2003.
6. Elkington, *Cannibals with forks. The triple bottom line of 21st century business*, Capstone Publishing Limited, 1999.
7. Capron M. et Quairel-Lanoizelée F., *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, La Découverte 2004.
8. Orse - Ademe, *Guide des organismes d'analyse sociétale et environnementale*, juin 2005.
9. Cf. § 2.
10. En 1928 aux États-Unis, fut créé un fonds à l'instigation du Conseil Fédéral des Églises Américaines, le Pioneer Funds, qui excluait toutes les valeurs du péché.
11. Le marché britannique reste, aujourd'hui encore, prépondérant en Europe. Le capital socialement investi s'est accru, outre-manche, de 400 % entre 1994 et 1999, tandis que les fonds traditionnels n'augmentaient leur encours que de 200 %. En 2003, selon le Siri Group (Green, social and ethical funds in Europe 2003), les Britanniques géraient près du tiers (32 %) des actifs socialement responsables en Europe.
12. Même si les fonds de partage n'entrent pas dans le cadre de notre étude, il convenait de mentionner la création de ce premier type de fonds, car elle correspond au démarrage de l'investissement durable en France. On appelle fonds de partage, un fonds qui ne cherche pas les performances, mais qui finance des associations caritatives ou des ONG, en distribuant à ces entités un minimum de 25 % de ses revenus.
13. La moitié des revenus du fonds est distribuée à des organismes humanitaires en Afrique, Amérique Latine et Asie.
14. Pérez R. « L'actionnaire socialement responsable » *Revue Française de Gestion*, vol. 28 n° 14, nov./déc. 2002.
15. Pour 965 Sicav et 6943 Fcp, selon l'Association Française de Gestion.
16. Répartition par classe d'actifs au 31.12.2004 : Fonds actions : 54 %, fonds diversifiés : 25 %, fonds obligataires : 18 %, fonds 90/10 solidaires : 2 %, fonds de fonds : 1 %.
17. Zuinen N., « Financement des entreprises pour un développement durable », Working Paper, Bureau Fédéral du Plan, Février 2004.
18. Zuinen N., *id.*
19. Credoc, « Les français et la consommation éthique », Enquête réalisée par le Collectif Engagements citoyens dans l'économie entre le 15 novembre et le 1^{er} décembre 2001.

20. Laroza A., Saint Pierre (de) F., « Crise des marchés et développement durable », *Analyse Financière* n° 8, 3^{ème} trimestre 2003.
21. Déjean F., « L'investissement socialement responsable : une revue de la littérature », Congrès de l'Association Française de Comptabilité, mai 2002.
22. Patten D., « The market reaction to social responsibility disclosures : the case of the Sullivan principles signings », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 15 n° 6, 1990.
23. Patten cite Wokutch, 1982 (pour 74 % des congrégations religieuses, les investissements semblent déterminés par des considérations d'ordre religieux ou éthique), et Anderson et Frankle, 1980, (des actions socialement responsables peuvent se répercuter sur les profits futurs, ex : amélioration de l'image institutionnelle), Spicer, 1978, (les informations sociétales peuvent renseigner sur les sanctions que les pouvoirs publics sont susceptibles de prendre à l'encontre des entreprises, déclenchant alors d'éventuelles répercussions économiques qui impactent ensuite le cours des actions).
24. Mackenzie C., Lewis A., « Moral and markets : The case of ethical investing », *Business Ethics Quarterly*, vol. 9 n° 3, 1999.
25. Mackenzie C., Lewis A., « Moral, money, ethical investing and economics psychology », *Human Relation* vol. 53 n° 2, 2000.
26. Déjean F., *id.*
27. Federe, *Développement durable et performance financière : Les marchés récompensent-ils les entreprises* Forum 2004.
28. Gond J.P., « L'éthique est-elle profitable », *Revue Française de gestion* n° 136, novembre décembre 2001.
29. Saadoui, « La performance de l'ISR : une revue de la littérature », 3^{ème} congrès de l'Aderse en partenariat avec l'Académie du Management et l'ISEOR octobre 2005.
30. Chauveau A., Rosé J.J., *L'entreprise responsable*, Éditions d'organisation 2003.
31. Le ratio de Sharpe S_j est le rapport entre l'excès de rentabilité par rapport au taux sans risque et le risque total du portefeuille mesuré par l'écart-type des rentabilités : $S_j = (R_{jt} - R_{Ft}) / \sigma_j$; R_{jt} = rentabilité du portefeuille j ; R_{Ft} = taux d'intérêt de l'actif sans risque ; σ_j = risque total du portefeuille.
32. Sharpe W.F., « Mutual Funds Performance », *Journal of Bussiness* n° 39, 1966.
33. $\beta = [\text{Cov}(R_a, R_m)] / \text{Var}(R_m)$; R_a = rendement de l'action ; R_m = rendement du marché. Le β d'un portefeuille j est la moyenne pondérée des β des titres en portefeuille, soit $\beta_j = 1/n \left[\sum_{i=1}^n \beta_i \right]$.

Markowitz H.M. *Portfolio selection : Efficient diversification of investments*, John Wiley & Sons 1959.

33. Exemple : $\beta = 1, 2 \Leftrightarrow$ le fonds fait 20 % de mieux que le marché lorsque ce dernier est haussier.

34. L'alpha de Jensen se calcule comme suit : $\alpha_{jt} = (R_{jt} - R_{Ft}) - \beta_j(R_{mt} - R_{Ft})$; R_{jt} = rentabilité du portefeuille j ; R_{Ft} = taux d'intérêt de l'actif sans risque ; R_{mt} = rentabilité du portefeuille de marché ; β_j = risque systématique du portefeuille j.

Jensen M.C. « The performance of mutual funds in the period 1954 – 1964 », *Journal of Finance*, May 1968.

Jensen M.C. « Problems in selection of securities portfolios : The performance of mutual funds in the period 1945 – 1964 », *Journal of Business*, May 1968.

35. 2 fonds ont pour indice le MSCI World (Robeco & MAM Actions environnement) ; 3 fonds ont pour indice le MSCI Europe (BNP Ethés, HSBC Sélection Valeurs responsables, Natexis DD).

36. Pourtant, dans le passé les fonds ISR ont parfois fait mieux que les indices traditionnels, plus particulièrement en période de baisse considérable des marchés, telle l'année 2002 : Over the year, funds (148 funds of Morningstar) have proven that they can hold their own, or sometimes outperform, funds in similar categories. Morningstar says the average SRI funds lost 11,6 % so far this year. Not a bad showing considering the S&P500-stock index is down 23 %. But investors should note that overall performance of the SRIs encompasses all the different types of funds, not just stock funds. These SRIs run the gamut from hybrid bond and stock funds to straight stocks bundled from across all the major sectors. Tsao A., « Not so bad at do-gooder funds », *Business Week*, 1st August 2002.

37. À titre d'exemple, le coefficient de corrélation entre le CAC 40 et l'Aspi, pour 1991-2004, s'établit à 0,985. Parmi les valeurs de l'ASPI, 37 appartiennent au CAC 40. Cf. annexe 3.

38. Sauer D. A., « The impact of social responsibility screens on investment performance : Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund », *Review of Financial Economics* vol. 6 n° 2, 1997.

39. Statman M., « Socially responsible mutual funds », *Financial Analysts Journal*, May June 2000.

40. Cependant leur période d'étude est antérieure au krach des valeurs technologiques de 2000. Or les valeurs de la nouvelle technologie s'avèrent peu polluantes et étaient donc surpondérées dans les indices éthiques qui de facto ont été affectés par la forte baisse de 2000.

41. Le Maux J., Le Saout E., *La performance des indices socialement responsables : mythe ou réalité ?*, Université de Paris 1 Panthéon Sorbonne, septembre 2005.

42. Brito (de) C., Desmartin J.P., Lucas-Leclin, Perrin F., *L'investissement responsable*, Economica 2005. Les auteurs relèvent jusqu'à un écart de - 6,58 % entre le DJSI Eurostoxx et le DJ Eurostoxx, entre le 19.10.2001 et le 30.07.2004.

43. Selon les auteurs, l'écart de volatilité entre le DJSI Europe et le DJ Europe s'établit à 4,02 points pour 2003, leur tracking error à 5,4 % sur un an au 30.07.04 ; pour l'Aspi et l'Eurostoxx, les chiffres sont respectivement de 1,77 points et 3,7 %.

44. Le Maux J., Le Saout E., *La performance des indices socialement responsables : mythe ou réalité ?*, Université de Paris 1 Panthéon Sorbonne, septembre 2005.

45. Si certains fonds affichent une TE > 3, elle reste inférieure à 7, limite de la gestion active.

46. À titre d'exemple, nous avons pu étudier l'évolution sur 5 ans du portefeuille d'un fonds et constater que les mêmes valeurs représentent en permanence entre 60 et 75 % du total.

Et, pour les 25 fonds pour lesquels nous avons la composition actuelle du portefeuille, notons une sur-représentation de certaines valeurs du

CAC 40, telles Total présente dans 17 fonds, ou encore BNP-Paribas présente dans 15 fonds.

Enfin, une étude de Novethic (Spécial ISR français, La Lettre de l'économie responsable, juillet 2004) indique une très forte corrélation entre la présence des entreprises dans les fonds et leur inclusion dans les indices éthiques (Danone est présente dans 97 % des fonds, tandis qu'elle entre dans 4 indices éthiques).

47. Exemple : le fonds MAM Actions éthiques présente une performance annuelle en 2005 de 19,3 % contre 23,2 % pour la moyenne de notre échantillon.

48. Les éléments mentionnés ci-dessous ont été relevés dans les fiches produits et reporting du site de la Banque Sarasin, ils sont datés au 31 octobre 2005. La Banque Sarasin est une banque privée suisse, spécialisée dans la gestion de fortune et implantée dans huit pays, dont la France Elle approche l'investissement sous deux angles : une allocation décorrélée des benchmarks et le développement durable (sa spécialité historique).

49. Il offre la meilleure performance de l'échantillon au moindre risque et affiche une bonne diversification.

50. Selon l'analyse de Morningstar, l'indice de référence est MSCIEMU.

51. Son exposition globale en action est de 90 %, et son nombre de lignes en portefeuille s'élève à 54.

Au 31 octobre 2005, ses cinq premières lignes sont : Schneider Electric SA (2,67 %), Diageo PLC (2,40 %), Eiffage (2,33 %), Total SA (2,26 %), KBC Groep (2,20 %). Source : Reporting octobre 2005.

52. Seul Robeco affiche une performance plus faible, nous ne le prenons cependant pas en compte, car sa politique d'investissement est orientée « actions monde », et ce fonds est fermé depuis le 1^{er} janvier 2006.

53. Rapport de gestion, novembre 2005. À cette date, le portefeuille est investi pour 3,28 % dans BP, 2,39 % dans HSBC, 2,10 % dans Vodafone, 2,04 % dans Novartis, 1,90 % dans Roche, 1,85 % dans Glaxosmithkline, 1,80 % dans Total, 1,76 % dans Royal Dutch, 1,60 % dans Crédit Suisse et 1,57 % dans Nestlé. Aussi, la surreprésentation du secteur pharmaceutique pourrait expliquer sa performance médiocre.

54. Pour reprendre l'exemple suscité de la présence des valeurs dans les indices éthiques et dans les fonds ISR, la valeur Total est présente dans 65,2 % de notre échantillon de fonds ISR et dans 83,3 % de notre échantillon de fonds traditionnels, Sanofi affiche des pourcentages respectifs de 56,5 % et 66,7 %, BNP Paribas 56,7 % et 75 %.

55. Le seul fonds investi à 99,5 % dans les grandes capitalisations affiche des indicateurs dans la moyenne.

56. HSBC Sélection Valeurs Responsable présente un pourcentage inférieur à 5 % en valeurs françaises sur les 5 plus grandes valeurs de son portefeuille.

57. Nous excluons celle du Crédit Agricole AM, car son fonds traditionnel est un fonds à gestion indiciaire tiltée.

58. L'Eurostoxx 50 surpondère les valeurs pétrolières et les fonds peu investis dans le pétrole s'avèrent les moins performants.

59. Le Medaf postule que le risque du marché (systématique) est non diversifiable et affecte tous les actifs ; seul le risque intrinsèque à un actif (non systématique) peut être réduit par une diversification efficace.

60. Contre 3 ans pour les fonds traditionnels.

Bibliographie

Barabel M., Meier O., Schier G., « Une communication financière en voie de transformation », *L'Expansion Management Review*, décembre 2003.

Brito (de) C., Desmartin J.P., Lucas-Leclin, Perrin F., *L'investissement responsable*, Economica 2005.

Bruntdland G.H., *World Commission on environment and development : Our common futur*, Oxford University Press, 1987.

Capron M. et Quairel-Lanoizelée F., *Mythes et réalités de l'entreprise responsable*, La Découverte 2004.

Charreaux G., Desbrières P., « Gouvernance des entreprises : Valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance, Contrôle, Stratégie* vol. 1 n° 2 juin 1998.

Chauveau A., Rosé J.J., *L'entreprise responsable*, Éditions d'organisation 2003.

Déjean F., « L'investissement socialement responsable : une revue de la littérature », Congrès de l'Association Française de Comptabilité, mai 2002

Elkington, *Cannibals with forks. The triple bottom line of 21st century business*, Capstone Publishing Limited, 1999.

Federe, *Développement durable et performance financière : Les marchés récompensent-ils les entreprises* Forum 2004.

Freeman R.E., *Strategic Management : a stakeholder approach*, Pitman 1984.

Friedman M., « The social responsibility of business is to increase its profits », *New York Times Magazine*, September 1970.

Gond J.P., « L'éthique est-elle profitable », *Revue Française de gestion* n° 136, novembre décembre 2001.

Griffin J., Mahon J., « The corporate social performance and corporate financial performance debate », *Business & Society*, 36 : 1, 1997.

Jensen M.C. « Problems in selection of securities portfolios : The performance of mutual funds in the period 1945 – 1964 », *Journal of Business*, May 1968.

Jensen M.C. « The performance of mutual funds in the period 1954 – 1964 », *Journal of Finance*, May 1968.

Laroza A., Saint Pierre (de) F., « Crise des marchés et développement durable », *Analyse Financière* n° 8, 3^e trimestre 2003.

Le Maux J., Le Saout E., *La performance des indices socialement responsables : mythe ou réalité ?*, Université de Paris 1 Panthéon Sorbonne, septembre 2005.

Le monde, Dossier « le développement durable », 26 mai 2005.

- Leclerc J.N., « Le développement durable est-il promis à un avenir durable ? » *Entreprise Éthique* n° 19, octobre 2003.
- Mackenzie C., Lewis A., « Moral and markets : The case of ethical investing », *Business Ethics Quarterly*, vol. 9 n° 3, 1999.
- Mackenzie C., Lewis A., « Moral, money, ethical investing and economics psychology », *Human Relation* vol. 53 n° 2, 2000.
- Markowitz H.M. *Portfolio selection : Efficient diversification of investments*, John Wiley & Sons 1959.
- Novethic, Marché français de l'ISR : Gestion collective et dédiée, particuliers, institutionnels et épargne salariale, juillet 2005.
- Novethic, Spécial ISR français, La Lettre de l'économie responsable, juillet 2004.
- Orse – Ademe, *Guide des organismes d'analyse sociétale et environnementale*, juin 2005.
- Patten D., « The market reaction to social responsibility disclosures : the case of the Sullivan principles signings », *Accounting, Organizations and Society*, vol. 15 n° 6, 1990.
- Pérez R. « L'actionnaire socialement responsable » *Revue Française de Gestion*, vol. 28 n° 14, nov./déc. 2002
- Roman R.M., Hayibor S., Agle B.R., « The relationship between social and financial Performance. Repainting a portrait », *Business and Society* vol. 38 n° 4 1999.
- Saadoui, « La performance de l'ISR : une revue de la littérature », 3^e congrès de l'Aderse en partenariat avec l'Académie du Management et l'ISEOR octobre 2005.
- Sauer D. A., « The impact of social responsibility screens on investment performance : Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund », *Review of Financial Economics* vol. 6 n° 2, 1997.
- Sharpe W.F., « Mutual Funds Performance », *Journal of Business* n° 39, 1966.
- Siri Group, « Green, social and ethical funds in Europe 2003 ».
- Statman M., « Socially responsible mutual funds », *Financial Analysts Journal*, May June 2000.
- Tsao A., « Not so bad at do-gooder funds », *Business Week*, 1st August 2002.
- Xhaufclair V., Zune M., « Méthodologie pour évaluer la responsabilité sociale », *L'Expansion Management Review*, décembre 2003.
- Zuinen N., « Financement des entreprises pour un développement durable », Working Paper, Bureau Fédéral du Plan, Février 2004

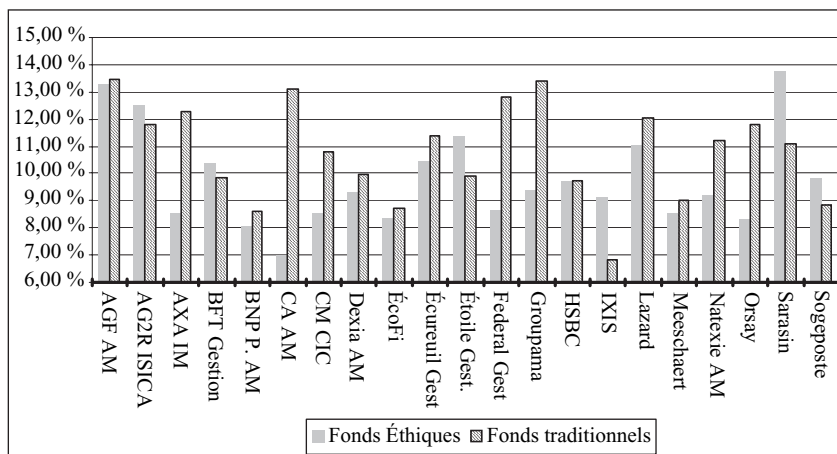
Annexe 1. Valeurs liquidatives sur 6 ans et indicateurs de performance pour 28 fonds ISR

Nom des fonds	30.12.00	30.12.01	30.12.02	30.12.03	30.12.04	30.12.05	Moy. cumulée perf. 3 ans	Moy. annuelle perf. 3 ans (1)	Sharpe (1)	Beta (1)	Alpha (1)
AGF Valeurs durables	558,11	436,30	286,36	339,38	368,44	462,19	53,23 %	13,26 %	0,60	1,09	- 2,07
Axa Euro Val. Resp.	40,24	30,94	20,65	23,01	24,29	30,04	40,11 %	8,56 %	0,48	0,95	- 3,65
BNP Paribas Éthéris			136,32	155,53	160,90	192,78	41,31 %	8,10 %	0,50	0,90	- 3,29
CAAM Activauteurs Dur.		99,92	78,18	50,33	56,81	70,95	35,18 %	6,98 %	0,42	0,80	- 3,76
Cérès Actions Éthiques			6,97	8,30	8,97	11,16	56,52 %	12,50 %	0,55	1,08	- 2,70
CM Valeurs éthiques	9,19	7,76	5,47	5,98	6,59	8,03	45,21 %	8,52 %	0,49	0,90	- 3,22
Dexia Sustainable EMU	24,00	19,00	14,00	14,00	15,00	19,63	39,91 %	9,30 %	0,43	0,92	- 3,70
Dynalion DD			95,36	112,68	120,74	149,99	55,25 %	11,77 %	0,56	1,00	- 2,39
Écureuil 1,2,3	61,14	51,48	33,89	37,44	40,05	49,38	56,58 %	10,46 %	0,60	0,90	- 1,35
Épargne Éthique Actions	nd	71,6	46,80	51,32	54,36	67,17	45,93 %	8,39 %	0,49	0,84	- 2,77
Ethiciel			78,46	88,36	97,09	115,98	53,85 %	9,84 %	0,52	1,00	- 2,89
Étoile Partenaire		1497,22	1 008,07	1159,46	1274,63	1479,77	54,85 %	11,40 %	0,51	1,05	- 3,29
Euro Capital Durable		99,34	67,65	76,13	82,68	99,94	48,02 %	9,37 %	0,57	0,85	- 2,03
Eurosociétale	125,56	102,47	67,77	79,33	88,08	109,47	57,29 %	12,91 %	0,67	0,97	- 1,05
Federal Actions Éthiques	83,97	68,35	50,51	59,18	64,09	77,88	49,34 %	8,67 %	0,43	1,10	- 4,84
Génération Éthique	99,63	83,14	52,62	60,79	64,06	78,95	42,79 %	10,36 %	0,46	1,07	- 4,49
HSBC Val. Respons.	nd	31,73	23,32	25,24	27,61	33,85	39,70 %	9,71 %	0,57	0,93	- 2,91
Insertion Emploi	295,71	259,43	178,99	195,74	205,84	251,36	40,99 %	8,00 %	0,47	0,84	- 3,09
Ixis Euro 21	93,64	76,20	50,17	58,77	60,66	77,06	43,74 %	9,15 %	0,49	1,02	- 3,77
Macif Croissance Durable	1 289,40	1074,07	727,14	860,94	941,87	1196,95	56,11 %	13,45 %	0,80	0,84	1,88
Macif Croissance Durable et Solidaire			77,34	90,17	97,03	119,62	45,70 %	10,27 %	0,57	0,88	- 1,21
MAM Actions Environnement	51,53	18,04	13,62	14,01	14,84	19,16	38,14 %	8,96 %	0,52	1,05	- 1,35
MAM Actions Éthique	28,76	22,49	13,97	17,01	17,66	20,95	44,48 %	8,57 %	0,41	1,16	- 5,39
Natexis DD Actions			77,41	86,83	92,72	113,55	48,58 %	9,21 %	0,59	0,80	- 3,89
Objectif Éthique Soc. Resp.		844,66	638,56	707,52	778,28	982,34	53,91 %	11,04 %	0,71	0,79	0,10
Robeco Hommes Terre Exp.	93,00	76,65	49,99	52,53	53,34	65,57	30,72 %	5,88 %	0,28	1,01	- 3,92
Sarasin Europe Exp. Durable	137,51	112,40	78,23	95,26	109,23	134,12	69,75 %	13,75 %	0,76	0,97	0,87
Westam Euro Act. SRI	322,71	254,52	160,11	183,74	187,70	233,89	45,13 %	8,31 %	0,48	0,79	- 2,22

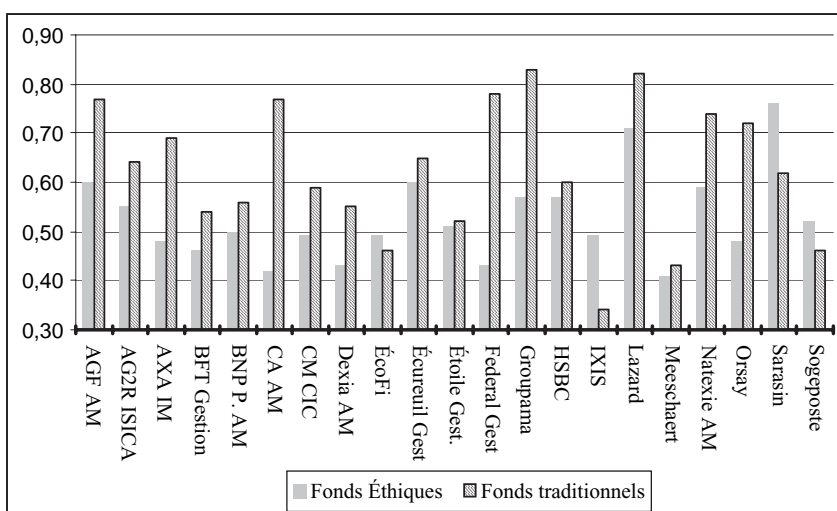
(1) Ces éléments sont repris sur Morningstar au 30.11.2005

Annexe 2. Présentations graphiques des indicateurs pour les fonds ISR et traditionnels (au 30 novembre 2005)

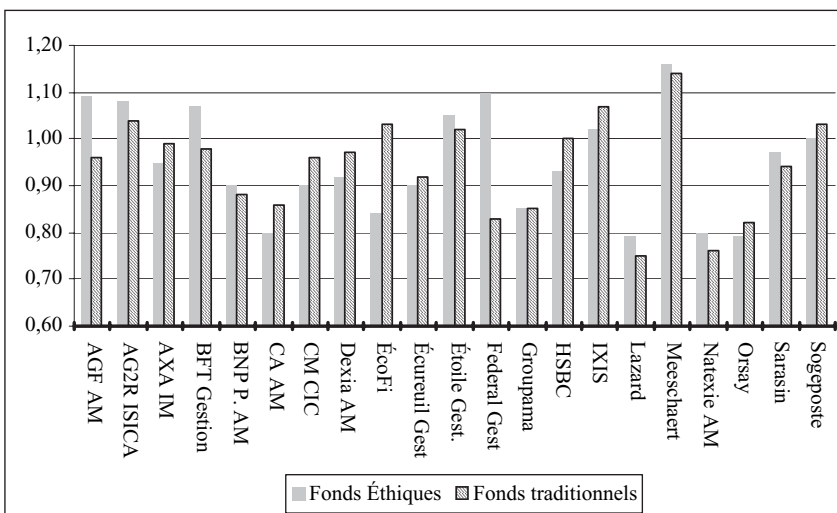
Graphique 1. Performance annuelle moyenne sur 3 ans



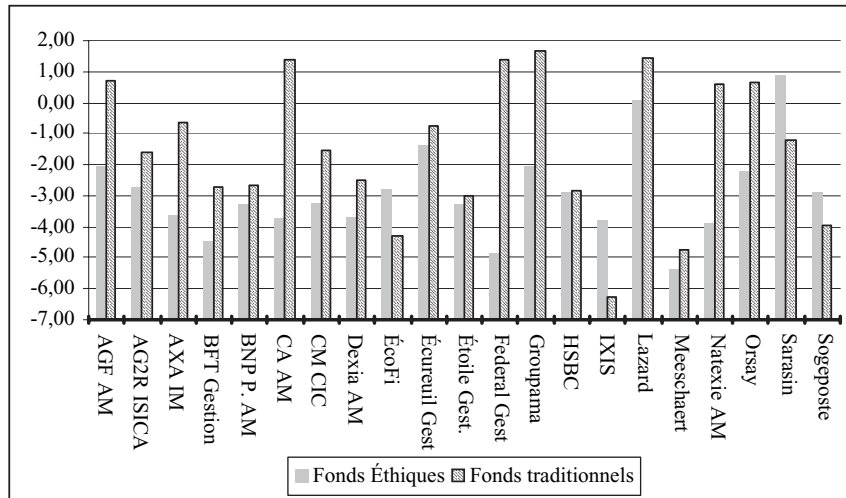
Graphique 2. Le ratio de Sharpe



Graphique 3. Les Bêta des fonds

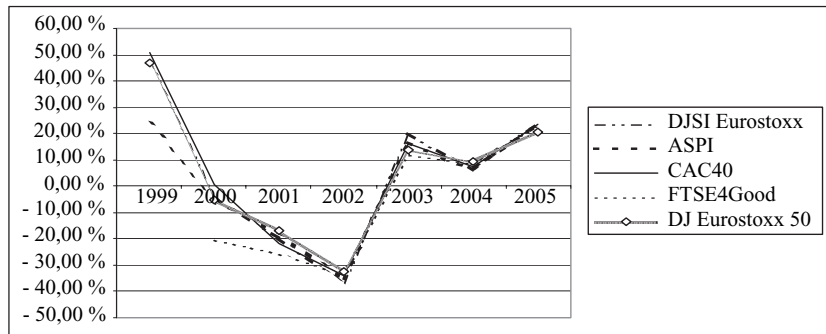


Graphique 4. Les Alpha des fonds



Annexe 3. Indices éthiques et répartition sectorielle et géographique

Graphique 1. Évolution des indices



Graphique 2. Répartition sectorielle dans les indices (fin 2005)

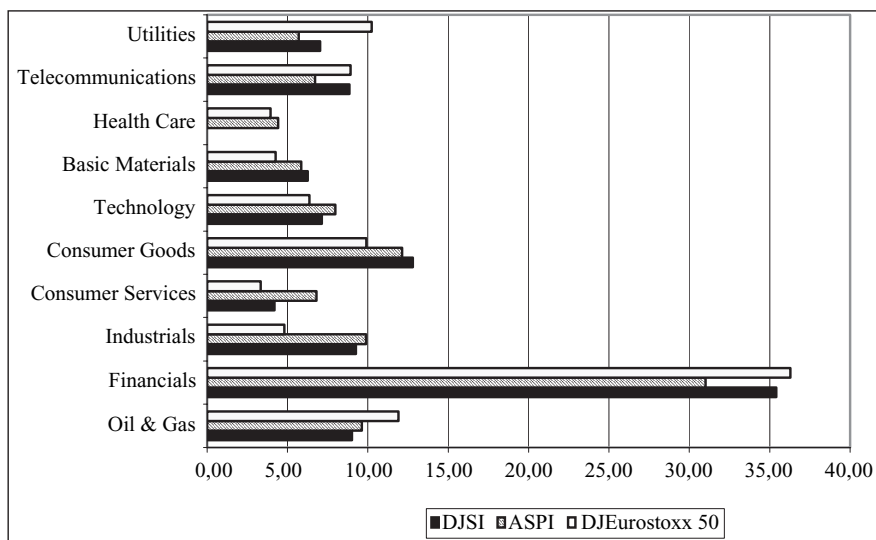


Tableau 1. Répartition géographique dans les indices (fin 2005)

Pays	DJSI Eurostoxx	ASPI	DJ Eurostoxx 50
France	25.86	37.19	34.14
Allemagne	28.37	22.75	23.83
Pays-Bas	19.02	13.38	12.60
Finlande	6.07	4.41	3.70
Italie	4.28	7.17	11.15
Espagne	15.56	12.17	13.63
Autre	0.84	2.93	0.95

Annexe 4. Comparaison fonds ISR / fonds traditionnels – indicateurs arrêtés au 30.12.2005

Société de gestion	Perf tous fonds EGC (Euroland Grandes Capitalis ^o) 2005	Perf tous fonds EGC 3 ans	Fonds ISR EGC	Perf. 2005	Perf. 3 ans	Fonds traditionnel EGC	Perf. 2005	Perf. 3 ans
AGF AM	25,2	59,0	AGF Val. Dur.	25,4	63,2	AGF Actio France	30,3	67,1
AG2R ISICA	23,9	57,6	Cérès Act. Eth.	23,7	57,2	Cérès Actions	24,0	58,0
Axa IM	16,7	68,8	Axa Euro Val. Resp.	26,3	49,8	Axa Valeurs Euro	24,9	65,1
BFT Gest.	24,5	45,6	Génération Éthique	23,9	43,5	Marianne Ouv. Euro	27,1	44,9
CA AM	22,2	60,4	CA-AM Activauteurs Durables	24,9	41,4	Lion France Plus	26,5	64,0
CM CIC AM	24,2	54,3	CM Val. Eth.	22,0	45,7	CM Actions Euro	23,4	56,5
DEXIA AM	23,0	74,4	Sustainable EMU	22,2	47,7	Dexia Actions Euro	22,5	53,6
Ecofi Inv.	24,3	53,0	Ep. Éthique Act.	24,4	47,2	Exo Vie	23,4	47,3
Écureuil Gest.	23,3	50,6	Écureuil 1,2,3	24,2	52,3	Écureuil Act. Futur	25,2	56,9
Étoile Gest	23,8	57,1	Étoile Part. DD	23,0	54,5	Étoile Fce Europe	21,2	51,8
Fédéral Gest	23,4	57,0	Féd. Act. Eth.	21,2	50,5	Féd. Ep. Actions	23,8	58,7
Groupama	24,2	62,0	Euro Capital Dur.	20,9	49,8	Euro-Gan	24,5	67,5
Ixis	23,9	46,2	IXIS Euro 21	24,1	50,0	Euro Actions	24,8	40,9
Lazard Frères	26,1	56,4	Obj. Eth. Soc. Res.	26,2	53,9	Obj. Actions Euro	26,9	56,9
Meeschaert	20,8	59,0	Actions Éthiques	19,3	51,7	Actions Rendement	13,0	54,6
Orsay AM	21,6	50,2	Westam Euro Act. SRI	23,5	43,9	Orsay CAC 40	23,1	56,6
Sarasin	22,6	65,4	Sarasin Europe Exp. Durable	22,8	72,5	Inchauspé Euro PEA	22,4	58,2
Sogéposte	23,8	53,8	Ethiciel Sogéposte	23,7	52,7	Elancier Euro	22,4	49,8
BNP P. ⁽¹⁾	23,3	44,4	BNP Ethéis	19,8	41,9	BNP Act. Europe	24,2	46,4
HSBC ⁽¹⁾	25,8	50,8	HSBC Séf. Val. Respons.	22,6	47,0	HSBC Fds Act. Europe	26,4	52,6
Natexis ⁽²⁾	27,6	57,9	Natexis DD Actions	23,4	48,3	Fructi Actions Value	29,0	53,1
Moyenne	23,5	56,4		23,2	50,7		24,2	55,3

(1) Catégorie Europe Grandes Capitalisations Mixte

(2) Catégorie Europe Grandes Capitalisations