



LA PERFORMANCE DE L'ISR

WIM VERMEIR *
CATHERINE FRIEDRICH **

Souvent assimilé à tort à la seule gestion éthique, l'investissement socialement responsable (ISR) ne s'en tient pas qu'aux valeurs morales. Comme pour tout autre placement, l'optimisation du rapport rendement/risque est de mise. La question est de savoir dans quelle mesure la satisfaction de critères extra-financiers par les entreprises contribue à l'appréciation des rendements des placements. Dans une première approche, il s'agira de distinguer les différentes formes que revêt ce style de gestion et d'en appréhender les conséquences possibles sur le couple risque/rendement. Puis, dans un second temps, nous rappellerons les résultats de travaux académiques déjà publiés concernant le lien entre l'existence de critères extra-financiers dans la gestion d'actifs et la performance financière des portefeuilles. Enfin, nous détaillerons deux analyses récentes : l'une sur le comportement des indices durables par rapport à leurs homologues traditionnels et l'autre sur l'impact des différents thèmes de la responsabilité sociale des entreprises sur la performance financière.

DIFFÉRENTES FORMES D'ISR ET COUPLE RENDEMENT/RISQUE

L'investissement socialement responsable désigne de nos jours un ensemble de pratiques d'investissement très diverses dont le dénominateur commun consiste à élargir le champ d'analyse de la gestion classique.

* Member of the Executive Committee, Dexia Asset Management.

** Head of SRI Marketing and Communication, Dexia Asset Management.



Répandus surtout aux États-Unis et en Europe du Nord, les placements dits « éthiques » intègrent à leur politique d'investissement des critères fondés sur des valeurs morales. Typiquement, les fonds éthiques excluent un certain nombre d'entreprises impliquées dans des activités prohibées, telles que le travail des enfants, ou simplement en désaccord avec des convictions personnelles comme la production d'alcool, d'armement... Ces fonds privilégient une approche négative de l'ISR, de par leur politique d'exclusion.

Parallèlement, des fonds thématiques, populaires en Allemagne et en Suisse, entre autres, adoptent une approche positive dans leur politique d'investissement socialement responsable en mettant l'accent sur un thème spécifique, à savoir l'écologie ou le social. Les fonds « verts » sont l'exemple le plus significatif de cette politique d'investissement exclusive.

Les placements éthiques et, à plus forte raison, les fonds thématiques offrent un potentiel de diversification réduit, compte tenu de l'exclusion de secteurs entiers de l'univers d'investissement. L'investisseur peut ainsi s'attendre à une volatilité accrue en portefeuille et à un couple risque/rendement sensiblement différent de celui des portefeuilles traditionnels de par ces politiques d'exclusion ou exclusive.

Avec l'essor des bonnes pratiques tous azimuts dans la voie du développement durable, les placements « durables » se dotent d'une analyse extra-financière à la fois positive et multicritères. Cette approche intègre la qualité des relations qu'entretiennent les entreprises avec l'ensemble des parties prenantes dans l'évaluation des actifs gérés. Dans cette optique, les investisseurs prennent en considération la gouvernance d'entreprise, la gestion des ressources humaines, le respect des droits de l'Homme, celui de l'environnement, autant de dimensions de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) qui viennent compléter l'analyse financière.

À la différence des placements éthiques et thématiques, les fonds durables offrent la possibilité d'investir dans tous les secteurs via des analyses extra-financières qui visent à sélectionner les entreprises éligibles à l'ISR les meilleures de leur secteur (*best-in-class*). Par conséquent, il est possible de corriger les écarts dans la répartition sectorielle, géographique et des facteurs de style au sein des placements durables pour se rapprocher de la composition d'un portefeuille en gestion traditionnelle et, *a fortiori*, d'offrir des rapports rendement/risque équitables.

Parmi les autres pratiques de l'ISR, il y a également les fonds de partage et les fonds solidaires. Dans le cas des fonds de partage, l'épargnant renonce à tout ou partie des revenus de son placement (intérêt et dividende) au profit d'une œuvre caritative. Quant aux fonds soli-



daires, il faut qu'une partie des placements ait pour objectif de financer des projets à vocation sociale (pour la création d'emploi et/ou dans le cadre de la lutte contre l'exclusion notamment) ou environnementale.

Dans ces deux cas, l'impact escompté sur la performance est très différent. Les fonds de partage ne sont autres que des fonds en gestion traditionnelle, mais l'investisseur a choisi de réinvestir les gains dans une action de solidarité. Concernant les placements solidaires, l'investisseur accepterait également un rendement inférieur à une gestion traditionnelle sachant que les projets solidaires soutenus n'ont pas forcément un objectif de performance élevé.

Enfin, fréquemment pratiqué chez les Anglo-saxons, « l'engagement actionnarial » constitue une manière supplémentaire d'investir de façon socialement responsable : il s'agit pour l'investisseur d'établir un dialogue avec les organisations dans lesquelles il investit autour des problématiques du développement durable afin d'en promouvoir les grands principes. Le manque d'engagement d'une entreprise à respecter certains critères de l'ISR peut amener l'investisseur à supprimer cette valeur de son portefeuille. À partir d'un portefeuille traditionnel, les exclusions se limitent à certaines valeurs, uniquement si les discussions ont échoué. L'investisseur peut ainsi s'attendre à des caractéristiques de rendement et de risque classiques.

Les attentes en termes de performance, mais également en termes de niveau de risque, doivent ainsi dépendre en tout premier lieu du type d'investissement socialement responsable considéré. Dans la suite de cet article, nous ne distinguons pas entre les approches éthiques et durables concernant la troisième partie. En revanche, la dernière section, portant sur l'analyse de la performance liée à l'intégration de différentes dimensions extra-financières, se focalisera sur l'approche durable exclusivement.

LIEN ENTRE CRITÈRES DE LA RSE¹ ET PERFORMANCE DANS LA LITTÉRATURE ÉCONOMIQUE

Ces dernières années, le monde, tant universitaire que financier, a étudié la relation entre la responsabilité sociale des entreprises et leurs performances financières. Plusieurs études confirment que l'intégration de critères de la gestion durable/éthique par les entreprises peut avoir un impact positif sur les performances financières.

Günster, Derwall et *al.* (2005) ont étudié le lien entre la responsabilité environnementale des entreprises et leurs performances financières. Leurs résultats font ressortir que ce sont principalement les entreprises ayant une faible politique environnementale qui enregistrent de piètres résultats financiers. Les auteurs concluent que les managers ne doivent



pas se résoudre à trouver un compromis entre efficacité environnementale et performances financières et que les investisseurs peuvent utiliser des informations sur l'environnement afin de prendre leurs décisions d'investissement. D'autres études antérieures établissent également un lien positif entre investissements environnementaux et performances économiques, parce qu'ils accroissent le processus de production (via une consommation d'énergie et de matières premières plus faible), contribuent positivement à l'image de marque et réduisent les risques d'accidents et de réclamations en dommages et intérêts (cf. Mansley, 2000).

Becker et Huselid (1998) ont étudié le rapport entre la politique du personnel et les performances financières d'une entreprise. Une analyse de plus de 500 entreprises américaines démontre que les entreprises qui investissent dans leur « capital humain » (et plus précisément dans le dialogue, la formation, la participation à des plans d'actions...) réalisent de meilleures performances financières, et ce principalement en termes de rentabilité et de productivité. Sur le lien entre la politique sociale d'une entreprise et sa rentabilité, les publications ont été relativement moins nombreuses que sur la politique environnementale, probablement parce que les prestations sociales d'une entreprise sont plus difficilement mesurables et davantage liées à l'aspect culturel.

Bauer, Günster et Otten (2005) ont examiné l'effet de mesures de « bonne gestion » (gouvernance d'entreprise) sur la performance des actions et la valeur d'entreprise. Leur étude, basée sur les données d'analyse de Deminor, un bureau d'analyse de gouvernance d'entreprise, fait ressortir que les sociétés ayant de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise affichent de meilleures prestations boursières. La gouvernance d'entreprise est traditionnellement l'aspect de la RSE le plus facilement accepté par les investisseurs traditionnels ; d'une part, parce que la protection des droits des actionnaires tient évidemment très à cœur à tous les investisseurs et, d'autre part, parce que plusieurs scandales récents (Enron, Parmalat) ont démontré que de piètres pratiques de gouvernance d'entreprise pouvaient s'avérer très onéreuses.

Les exemples ci-dessus ont été sélectionnés parce qu'ils démontrent que l'intégration des intérêts des parties prenantes peut contribuer positivement, dans divers domaines (le cas échéant l'environnement, les salariés et la gouvernance d'entreprise), au résultat financier. Ces exemples font également clairement ressortir que l'objectif des études peut fortement varier, parce que la recherche peut sensiblement différer en ce qui concerne :

- le champ d'application de la responsabilité sociale : certaines études analysent tous les aspects de la RSE, d'autres en isolent certains, comme la politique environnementale ou la bonne gestion ;



- la nature de l'analyse de la RSE utilisée, qui peut, par exemple, se concentrer sur la fréquence des incidents et controverses, sur la transparence des entreprises, sur leurs efforts de gestion ou sur les résultats obtenus ;
- les critères financiers utilisés : on peut établir une distinction entre, d'une part, les critères comptables liés à la croissance bénéficiaire et la rentabilité de l'entreprise et, d'autre part, les performances boursières, déterminées par l'intérêt des investisseurs pour l'action ;
- la période d'évaluation appliquée qui, en général, est assez courte parce que la responsabilité sociale est un concept relativement récent ;
- le contexte géographique qui, compte tenu du fait que la responsabilité sociale est partiellement liée à l'aspect culturel, peut influencer les résultats.

Compte tenu de la diversité observée des multiples études, dans leurs méthodologies et dans leurs conclusions, d'autres auteurs s'attachent à agréger, puis à analyser les résultats d'un grand nombre d'études sur le lien entre RSE et performance.

Roman, Hayibor et Agle (1999) ont analysé les résultats de 51 études consacrées au lien entre responsabilité sociale et performances financières. Ces études ont été recueillies par Griffin et Mahon (1997) entre 1972 et 1999, mais Roman a, entre autres, effectué plusieurs affinements statistiques et méthodologiques. Sur les 51 études, 64 % confirment finalement un lien positif, 10 % trouvent un lien négatif et 27 % n'établissent aucun lien ou alors un lien statistiquement insignifiant. On peut, en tout cas, se réjouir qu'une majorité des études établisse un lien positif. Les auteurs signalent cependant qu'un complément d'étude s'impose et que des critères standardisés de responsabilité sociale et des données fiables sont nécessaires.

En 2001, Margolis et Walsh ont rassemblé 95 études, publiées entre 1972 et 2000. La plupart d'entre elles font ressortir un lien positif : 53 % donnent un impact positif, 5 % un impact négatif et 42 % un lien inexistant ou mitigé. Les auteurs en ont conclu que cela allait bien dans le sens d'un effet positif, mais mettent eux-mêmes en garde contre le danger de conclusions hâtives. Ils ont, en effet, trouvé nombre de ces études faibles en termes de structure méthodologique et difficilement comparables entre elles.

Des travaux récents ont été réalisés par Orlitzky, Schmidt et Rynes (2003). Ils compilent 52 études quantitatives sur le rapport entre RSE et performances financières des entreprises. L'aspect le plus intéressant de leur approche est qu'ils vont plus loin que la simple classification de ces études. À l'aide de techniques statistiques sophistiquées, ils ont pu tirer des conclusions plus fines que leurs prédécesseurs. Leurs principales conclusions sont :



- il existe bel et bien un lien statistiquement significatif entre la responsabilité sociale des entreprises et leurs performances financières ;
- la dimension sociale de la RSE a un impact plus marqué sur la prestation financière que la dimension environnementale.
- l'impact de la responsabilité sociale sur les performances comptables est plus fort que sur les performances boursières ;
- la relation entre responsabilité sociale et performances financières est simultanée et fonctionne dans les deux sens. Les auteurs suggèrent l'existence d'un cercle vertueux par lequel les investissements socialement responsables génèrent de meilleurs résultats financiers qui, à leur tour, peuvent être utilisés pour continuer à soutenir la stratégie de développement durable ;
- le lien entre responsabilité sociale et performances financières est attribuable à des mécanismes tant internes qu'externes. Au niveau interne, cela se fait par une amélioration de la politique d'entreprise (par de meilleures procédures de management, une formation plus efficace...) et au niveau externe par un rehaussement de l'image et de la réputation. Les deux mécanismes sont actifs, mais celui, externe, basé sur la réputation s'avère un peu plus fort.

Dans l'ensemble, une majorité d'études suggère un lien positif entre responsabilité sociale et performances financières. C'est une bonne nouvelle, tant pour les chefs d'entreprise, qui peuvent intégrer des éléments de responsabilité sociale dans leur stratégie, que pour les investisseurs, qui peuvent intégrer ces éléments dans leur processus de sélection. Les études font cependant également ressortir que les résultats dépendent de la manière dont la responsabilité sociale et les performances financières sont réalisées. Afin d'analyser ce qui est pertinent pour les investisseurs, la suite de cet article pose la question suivante : existe-t-il un lien entre la responsabilité sociale, telle que les investisseurs socialement responsables la définissent, et les performances boursières ? En d'autres termes : quel est le rendement de l'investissement durable ?

ANALYSE DU RENDEMENT DE PLUSIEURS INDICES SOCIALEMENT RESPONSABLES

Afin de contrôler la performance de l'investissement socialement responsable de manière aussi objective que possible, nous analysons le rendement de plusieurs indices socialement responsables (SR) connus (voir aussi Vermeir, Van de Velde, Corten, 2005). Les indices SR sont des indices boursiers contenant uniquement des entreprises obtenant un bon score en termes de responsabilité sociale des entreprises. Cette analyse de la responsabilité sociale est effectuée sur la base de l'analyse d'agences de notation spécialisées. Le tableau n° 5 en annexe donne un aperçu des indices examinés.

Tableau n° 1
Comparaison du rapport rendement/risque des indices SR
par rapport aux indices traditionnels

Indice socialement responsable (Indice traditionnel)	Période d'observation	Rendement annuel	Risque (volatilité)
Indice ASPI (Stoxx Euro Zone)	31/12/97 - 31/12/04	4,32 % 3,93 %	22,16 % 21,55 %
ESIE (MSCI Europe)	31/12/97 - 31/12/04	2,81 % 2,60 %	22,23 % 18,11 %
ESIG (MSCI World)	31/12/97 - 31/12/04	2,47 % 1,36 %	19,82 % 17,97 %
Dow Jones Sustainability Group Index (Dow Jones Global Index)	31/12/97 - 31/12/04	2,12 % 2,42 %	19,24 % 18,36 %
Domini Social Index (S&P 500)	30/04/90 - 31/12/04	12,57 % 11,61 %	15,62 % 14,64 %
FTSE4Good Europe (FTSE Europe)	31/07/01 - 31/12/04	- 8,26 % - 6,45 %	19,61 % 18,61 %

Étant donné que les indices SR constituent un phénomène relativement récent, nous disposons seulement de données fiables à partir de 1998. Le tableau n° 1 montre que, pendant notre période d'observation, du 31/12/97 au 31/12/04 inclus, 4 indices sur 6 ont surperformé leur équivalent traditionnel. Dans le même temps, le risque (mesuré ici par la volatilité, une mesure des fluctuations de cours) s'avère dans tous les cas supérieur. Une analyse des différences de rendement démontre que la meilleure performance des indices n'est pas statistiquement significative (la cause réside dans le fait que le supplément de rendement trouvé est assez minime par rapport aux fluctuations observées).

La comparaison du rendement des indices SR et des indices traditionnels ne permet cependant pas d'établir quelle partie de cette différence est attribuable à la qualité durable et quelle partie à une différence de facteurs de style financier. Il est possible de répondre à cette question en appliquant une technique de correction statistique (Fama et French, 1993) qui neutralise ces autres caractéristiques et apure la différence en vue d'extraire un effet unique de la sélection d'actions. C'est cette différence « apurée » qui constitue le critère d'évaluation correct de la valeur (financière) ajoutée du filtre RSE.

Les résultats de cette analyse se retrouvent dans la première colonne de résultat du tableau n° 2. Ils démontrent qu'après une correction des

différences de facteurs de style, un effet durable positif pour 5 indices sur 6 est constaté. La différence est cependant légère, entre - 0,02 % et 0,20 % sur une base mensuelle, et pas suffisamment grande pour que l'on puisse parler d'une signification statistique.

Tableau n° 2
Analyse Fama et French des rendements d'indices SR

	Différence de rendement apurée (sur base mensuelle) ¹	Sensibilité de marché ²	Sensibilité au facteur « <i>small caps/ large caps</i> » ³	Sensibilité au facteur « <i>value/ growth</i> » ⁴
Indice ASPI	0,02 %	0,99***	-0,15***	0,03
Indice Ethibel Europe	0,11 %	1,13***	-0,25***	-0,04
Indice Ethibel Global	0,20 %	1,05***	-0,16***	-0,16***
Dow Jones Sustainability Group Index	0,07 %	1,01***	-0,25***	0,01
Domini Social Index	0,04 %	1,03***	-0,01	-0,12***
FTSE4Good Europe	-0,02 %	1,06***	-0,11***	-0,03

Significativité statistique de 10 % (*), de 5 % (**), de 1 % (***).

1 - La première colonne donne la différence de rendement apurée par rapport aux indices traditionnels sur base mensuelle.

2 - La seconde colonne donne la sensibilité de chaque indice SR vis-à-vis des fluctuations de marché (bêta).

3 - La troisième colonne donne la sensibilité de chaque indice SR vis-à-vis de la performance des petites valeurs relativement aux grandes valeurs (*small caps/ large caps*).

4 - La quatrième colonne donne la sensibilité de chaque indice SR vis-à-vis de la performance des actions présentant une valorisation abordable (actions *value*) relativement aux actions présentant des perspectives bénéficiaires relativement meilleures (actions *growth*).

Notons que les différences de rendement corrigées (dans le tableau n° 2) sont sensiblement plus faibles que dans le tableau n° 1. Cela est dû au fait que la plupart des différences de rendement ne sont pas attribuables au filtre RSE, mais à d'autres caractéristiques de risque et de style (*value/growth, small caps/ large caps*). Par conséquent, à court terme principalement, la performance relative des indices durables par rapport aux indices traditionnels est davantage déterminée par des tendances générales de marché que par le caractère socialement responsable des entreprises composant l'indice.

Nos principaux constats, à cet égard, sont :

- les indices SR les plus étudiés ont une sensibilité de marché voisine de 1 (entre 0,99 et 1,06), donc conforme aux indices boursiers traditionnels ; seul l'indice Ethibel Europe a une sensibilité de marché accrue (1,13), ce qui peut entraîner un risque de marché légèrement plus élevé. Cela explique aussi la volatilité accrue que nous avons déjà constatée dans le tableau n° 1 ;



- la plupart des indices SR, à l'exception du Domini Social Index, présentent une surpondération d'entreprises à grande capitalisation. Ceci est étonnant puisque des études antérieures avaient mis en lumière que les univers SR comportaient relativement plus d'entreprises à petite capitalisation (Guerard, 1997). Selon nous, cette surpondération de valeurs *large caps* pourrait s'expliquer, d'une part, au travers d'un effet « couverture ». En effet, les agences de notations ont tendance à concentrer leurs efforts d'analyse sur les plus grandes entreprises. D'autre part, il y a un effet de « communication », les grandes entreprises ayant plus de ressources pour communiquer sur leur stratégie et performance RSE ;
- les caractéristiques *value/growth* des indices sont moins prononcées. Le tableau n° 2 montre néanmoins que les indices Ethibel World et Domini sont surpondérés en actions présentant des perspectives bénéficiaires relativement meilleures (*growth*).

La principale conclusion est donc que 5 indices durables sur les 6 étudiés ont surpassé, pendant notre période d'observation et après correction pour différences de style, leur indice de référence traditionnel. Les différences ne sont cependant pas suffisamment prononcées pour que l'on puisse parler d'une différence statistiquement significative. Cette analyse révèle cependant que l'introduction de critères liés à la RSE ne nuit pas nécessairement à la qualité du rapport rendement/risque du portefeuille. Le fait que les rendements observés soient similaires pour différents indices SR, ceux-ci appliquant pourtant différentes méthodes d'analyse, prouve que cela est relativement indépendant de l'approche suivie en termes d'analyse RSE.

Le fait que la différence ne soit pas statistiquement significative peut s'expliquer par la période d'observation relativement courte, l'investissement durable existant depuis peu. Par définition, la gestion durable a une orientation à long terme qui rend plausible le fait que les performances positives de l'investissement durable se démontrent uniquement sur une période encore plus longue. Le fait que nous n'ayons pas pu, dans ce cas, répliquer la corrélation statistiquement significative entre responsabilité sociale et performances financières, telle que rapportée par Orlitzky (2003), peut également être lié à une autre remarque d'Orlitzky : cette corrélation est plus faible pour les performances boursières (ce qui est le critère pertinent du point de vue de l'investisseur et donc celui que nous avons utilisé ici) que pour des performances internes ou comptables (sur lesquels la plupart des agences de notation se concentrent).

Nos résultats confirment, en tout cas, les conclusions de différentes études à ce jour, à savoir : les analyses ne décèlent pas non plus de



différence statistiquement significative entre les indices SR et traditionnels. Jusqu'à présent, la plupart des analyses de la performance des indices ou fonds durables arrivent à la même conclusion (voir, entre autres, pour des études plus récentes : Statman, 2000 ; Bauer, Koedijk et Otten, 2005 ; Kreander, Gray, Power et Sinclear, 2001).

ANALYSE DÉTAILLÉE DE LA PERFORMANCE D'UNE GESTION DURABLE

Afin de mesurer l'impact de l'intégration de l'analyse RSE sur la performance de la gestion durable, nous avons réalisé l'analyse détaillée de portefeuilles durables simulés en collaboration avec l'agence de notation sociétale française Vigeo. Nous avons pris en compte les notations des entreprises sur toutes les dimensions de l'analyse extra-financière de Vigeo sur une période d'analyse de 5 ans (du 01/01/2000 au 31/12/2004), définissant ainsi un univers d'investissement représentatif de 315 entreprises de l'Union monétaire européenne².

Plus précisément, Vigeo note les sociétés selon 5 dimensions ou « domaines » différents liés à la RSE à partir des diverses parties prenantes qui interagissent avec l'entreprise³. Ces domaines sont :

- les salariés,
- les actionnaires,
- la société,
- l'environnement,
- les clients et les fournisseurs.

Ce système de notation s'appuie sur l'approche *best in class* qui consiste à évaluer les sociétés au sein d'un même secteur.

Pour chaque domaine d'analyse de la RSE, nous avons créé deux portefeuilles à partir d'un univers composé de 315 entreprises : le premier portefeuille inclut les entreprises obtenant le meilleur score dans ce domaine précis, et le second inclut celles obtenant le moins bon score. Le tableau n° 3 compare les performances des deux portefeuilles sur tous les domaines liés à la RSE. Les résultats sont comparables aux résultats relatifs aux indices durables : pour 4 dimensions sur 5, c'est le « meilleur » portefeuille qui surpasse le « moins bon ». Par exemple, le portefeuille exclusivement composé des sociétés les meilleures de leur secteur du point de vue de leurs relations salariales surpasse de 5 points de base le portefeuille retenant les entreprises dont les résultats concernant les relations avec les salariés sont les plus mauvais. Il n'y a que pour le domaine *société* que le « meilleur » portefeuille ne surpasse pas le « moins bon ». Néanmoins, les différences sont encore trop petites pour que l'on puisse parler d'une différence statistiquement significative.

Par ailleurs, le fait que nous retrouvions un lien positif, même s'il n'est pas significatif, pour 4 des 5 domaines montre bien que la RSE est un concept pluridimensionnel impliquant plusieurs parties prenantes et qui ne peut pas être ramené à un seul thème ou une seule partie prenante.

Tableau n° 3
Dimensions de la RSE et performance

	Dimensions de la RSE analysées				
	Salariés	Actionnaires	Société	Environnement	Clients & fournisseurs
Rendements annuels des portefeuilles incluant les sociétés obtenant les meilleurs scores	0,14 %	0,19 %	0,16 %	0,09 %	0,08 %
Rendements annuels des portefeuilles incluant les sociétés obtenant les moins bons scores	0,09 %	0,15 %	0,26 %	0,01 %	- 0,38 %

Rendement mensuel (apuré via la méthode Fama et French) des portefeuilles d'entreprises obtenant un score relativement bon et mauvais pour l'une des dimensions de la responsabilité sociale. Significativité statistique de 10 % (*), de 5 % (**), de 1 % (***)

Le tableau n° 4 reprend les deux types de portefeuilles construits précédemment selon l'analyse des 5 dimensions de la RSE et, pour chacun d'entre eux, présente le calcul de la sensibilité de marché et des facteurs de style.

Nous observons une prépondérance de valeurs de croissance dans les portefeuilles ayant les meilleurs scores dans leurs relations avec les *actionnaires* et les *clients et fournisseurs*, ainsi que dans le portefeuille ayant le moins bon score concernant les relations avec la *société*. Ainsi, les investisseurs seraient disposés à payer une prime pour les entreprises obtenant un bon score dans les domaines *actionnaires* et *clients & fournisseurs*, qui sont précisément les domaines dont l'impact financier et économique est le plus direct. Par ailleurs, il en est de même pour les entreprises qui n'ont pas de bonnes relations avec la *société* dans laquelle elles opèrent, un domaine pour lequel le lien avec les performances économiques et les rendements boursiers est plus complexe.

Les différences de rendement expliquées par des déséquilibres en termes de taille des capitalisations ne sont pas significatives dans l'ensemble. Seul un biais est notable concernant le portefeuille ayant les moins bons scores dans les relations avec les *clients et fournisseurs*. Dans ce cas, nous trouvons une prépondérance de petites capitalisations en portefeuille.

Tableau n° 4
Sensibilité au marché et facteurs de style pour chaque dimension de la RSE

Portefeuille	Sensibilité	Dimensions de la RSE analysées				
		Salariés	Actionnaires	Société	Environnement	Clients & fournisseurs
Meilleur	de marché ¹	1,05***	1,03***	0,99***	0,96***	1,04***
	au facteur <i>small caps/ large caps</i> ²	0,0562	0,0094	-0,0422	0,0083	-0,0334
	au facteur <i>value/growth</i> ³	-0,0041	-0,1261**	-0,0181	0,0016	-0,1556***
Moins bon	de marché ¹	0,95***	0,86***	0,84***	0,62***	1,08***
	au facteur <i>small caps/ large caps</i> ²	0,0815	0,1006	0,0538	0,0282	0,1554*
	au facteur <i>value/growth</i> ³	-0,1084	0,0318	-0,1562*	0,0717	-0,0430

Significativité statistique de 10 % (*), de 5 % (**), de 1 % (***).

1 - Sensibilité de chaque dimension de la RSE vis-à-vis des fluctuations de marché (bêta).

2 - Sensibilité de chaque dimension de la RSE vis-à-vis de la performance des petites valeurs relativement aux grandes valeurs (*small caps/ large caps*).

3 - Sensibilité de chaque dimension de la RSE vis à vis de la performance des actions présentant une valorisation abordable (actions *value*) relativement aux actions présentant des perspectives bénéficiaires relativement meilleures (actions *growth*).

12

L'intégration de considérations liées à la responsabilité sociale dans une stratégie d'investissement peut se justifier de plusieurs façons. Néanmoins, il convient de distinguer différentes formes d'investissements socialement responsables et d'accepter des caractéristiques de risque et de rendement très différentes d'une définition à l'autre.

De multiples études font ressortir que certains aspects de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) ont un impact incontestablement positif sur la performance boursière de celles-ci. Par ailleurs, d'autres analyses démontrent que les performances financières de portefeuilles éthiques/durables sont similaires, et parfois légèrement supérieures à celles de portefeuilles traditionnels.

Dans une optique de gestion durable exclusivement, nos analyses confirment que les investissements socialement responsables ne sont pas moins rentables que les investissements traditionnels s'ils sont basés sur une analyse pertinente et approfondie de la responsabilité sociale des entreprises et une gestion performante du risque financier et du rendement.

Cependant, l'analyse de l'intégration de l'analyse RSE sur les performances financières reste un exercice complexe à parfaire. En effet, outre les divergences conceptuelles de l'ISR, il convient de tenir compte des caractéristiques de la méthode d'analyse extra-financière, des différences d'attribution des rendements, ainsi que des périodes d'analyse variables et souvent à historiques trop courts, alors, que l'analyse de l'« alpha durable » s'inscrit dans une perspective de long terme.

ANNEXE

Tableau n° 5
Aperçu des indices socialement responsables analysés

	Agence de notation	Région	Information
Indice ASPI	Vigeo	Zone euro	www.vigeo.com
ESIE	Ethibel	Europe	www.ethibel.org
ESIG	Ethibel	Monde	www.ethibel.org
Dow Jones Sustainability Group Index	SAM	Monde	www.kld.com
Domini Social Index	KLD	Monde	www.djindexes.com
FTSE4Good Europe	EIRIS	Europe	www.ftse4good.com

13

NOTES

1. Responsabilité Sociale des Entreprises.
2. Depuis janvier 2004, Vigeo a introduit une notation spécifique pour le domaine des droits de l'Homme. Pendant notre période d'observation, le domaine des droits de l'Homme était inclus dans les domaines salariés, société et clients-fournisseurs.
3. Voir www.vigeo.com pour plus de détails.

BIBLIOGRAPHIE

- BAUER R., GUENSTER N. and OTTEN R. (2004), « Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance », *Journal of Asset Management*, Volume 5, Number 2, August, pp. 91-104(14).
- BAUER R., KOEDIJK K. and OTTEN R. (2005), « International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style », *Journal of Banking & Finance*, 29 (7), p. 1751-1767.
- BECKER B.E. and HUSELID M.A. (1998) « Human Resources Strategies, Complementarities and Firm Performance » Presentation to the Academy of Management Annual Meeting, July.
- DERWALL J., GUNSTER N., BAUER R., KOEDIJK K. (2005), « The Eco-Efficiency Premium Puzzle », *Financial Analysts Journal*, Volume 61, Number 2, March/April.
- FAMA E.F. and FRENCH K.F. (1992), « The Cross Section of Expected Stock Returns » *Journal of Finance*, N° 4, pp 427-466.
- FAMA E.F. and FRENCH K.F. (1993) « Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks », *Journal of Financial Economics*, N° 33, pp 3-56.
- GOMPERS P.A., ISHII J.L. and METRICK A. (2003), « Corporate Governance and Equity Prices » Quarterly, *Journal of Economics* 118(1), February, pp 107-155.
- GUERARD J.B. (1997), « Is there a cost of being socially responsible in investing? » *Journal of Investing*, Winter, pp 31-36.
- KNEADER N., GRAY R.H., POWER D.M. and SINCLAIR C.D. (2001), « Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis » *Working Paper*.
- MANSLEY M. (2000), « Socially Responsible Investment: A guide for Pension funds and Institutional Investors ».
- MARGOLIS J. D. and WALSH J.P. (2001), *People and profits? The search for a link between a company's social and financial performance*. Mahwah, NJ: Erlbaum.
- ORLITZKY M., SCHMIDT F.L. and RYNES S.L. (2003), « Corporate Social and Financial Performance: a Meta-analysis », *Organization Studies*, Vol 24 (3), pp 403-441.
- ROMAN R., HAYIBOR S., BRADLEY R. (1999), « The Relationship Between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait ». *Agle University of Pittsburgh Business and Society*, Vol. 38, N° 1, March.
- STATMAN M. (2000), « Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analyst Journal*, May/June. 30-39.
- VAN DE VELDE E., VERMEIR W. and CORTEN F. (2005), « Corporate Social Responsibility and Financial performance », *The International Journal of Business in Society*, Vol 5, N° 3, pp129-138.
- VERMEIR W., VAN DE VELDE E. and CORTEN F. (2005), « Sustainable and Responsible Performance », *The Journal of Investing*, Vol 14, N° 3, Fall, pp94-100.