

L'investissement socialement responsable

Gunther CAPELLE-BLANCARD

Université Paris 1 *Panthéon-Sorbonne*

Stéphanie MONJON

Centre International de Recherche sur l'Environnement et le Développement

L'investissement socialement responsable¹ (ISR) désigne une pratique qui consiste à sélectionner ses placements, non pas uniquement sur la base de critères financiers (rentabilité, risque, ...), mais en intégrant à son choix des préoccupations sociales, éthiques ou environnementales. Cette pratique, certes encore marginale, suscite de nombreux travaux. Certains y voient même une réponse à la crise morale du capitalisme. En tout cas, l'ISR connaît depuis une dizaine d'années un essor remarquable, au moins Europe. Et l'objectif semble faire consensus : concilier finance et développement durable.² Sans aucun doute, l'intention est louable. A condition, toutefois, que l'ISR ne soit pas employé comme un simple outil marketing ou comme un substitut à la réglementation.

1. Présentation

Cette première partie commence par un bref historique. Nous présentons ensuite succinctement les différentes stratégies de placement qui relèvent de l'ISR, ainsi que les principaux acteurs, avant de décrire le marché et son évolution.

Un bref historique

Traditionnellement, on fait remonter l'origine de l'ISR aux années 1920 aux Etats-Unis. Les *quakers* veillent alors à ne pas investir dans des activités que leur morale réprovoque³ ; sont ainsi exclues les « valeurs du pêché » (« *sin stocks* ») : l'alcool, le tabac et les jeux. Mais c'est vraiment dans les années 1970 que les premiers produits de placement faisant une large place aux critères extra-financiers apparaissent, encore aux Etats-Unis. Le premier fonds ISR

¹ Ce vocable est la traduction littérale de l'anglais « Socially Responsible Investment » (SRI). L'expression « Sustainable and Responsible Investment » est toutefois de plus en plus utilisée.

² Il existe bien d'autres formes d'investissement conciliant finance et développement durable – tels les fonds de partage (une partie du revenu est rétrocédée à des associations humanitaires ou caritatives), les fonds solidaires (produits d'épargne destinés à financer des projets environnementaux ou sociaux) et les produits bancaires éthiques (système de prêts pour lutter contre la pauvreté, pour favoriser les projets liés à la protection de l'environnement, etc.) – mais nous n'examinerons ici que l'ISR qui, quantitativement au moins, est la forme aujourd'hui dominante dans les pays industrialisés.

³ Cette filiation présente évidemment un côté arbitraire. Le fait de remonter aux années 1920 laisse à penser que les réflexions sur les liens entre religion et finance étaient jusque là absents. Il n'en est rien : toutes les religions prêchent depuis longtemps pour une éthique de la finance ; voir par exemple la position de l'Eglise catholique ou de l'Islam vis-à-vis du prêt à intérêt.

accessible au public est créé en 1971 : il s'agit du *Pax World Fund*. L'ambition n'est pas, initialement, d'offrir aux investisseurs des performances financières supérieures, ni même comparables à celles des autres fonds, mais de proposer à une clientèle engagée des investissements en accord avec ses principes. Outre les « valeurs du pêché », sont alors exclues les entreprises du secteur de l'armement ou encore celles qui frayent avec le gouvernement d'apartheid en Afrique du Sud (Rudd, 1979 ; Grossman et Sharpe, 1986 ; Teoh, Welch et Wazzan, 1999). A partir du milieu des années 1980, le champ de l'ISR s'étend aux questions sociales, comme l'exploitation de la main d'œuvre dans les ateliers de sous-traitance de l'industrie textile, et surtout environnementales, à la suite des grandes catastrophes industrielles (Bhopal, Tchernobyl).

Ce n'est toutefois que depuis les années 1990, toujours aux Etats-Unis, sous l'impulsion de réseaux alternatifs indépendants des grands groupes financiers, que des gérants de portefeuille proposent à leurs clients (particuliers ou investisseurs institutionnels) une politique de sélection active des entreprises – donc pas seulement en termes d'exclusion – fondée sur des considérations extra-financières. Cet essor de l'ISR à partir des années 1990 coïncide bien sûr avec les débats sur le développement durable, la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE), le commerce équitable, l'économie solidaire, l'entreprise citoyenne, etc. qui ont pris une ampleur significative à la fin des années 1990. Et depuis 2000, l'ISR prend aussi appui sur « l'exubérance irrationnelle » des marchés, l'explosion de la bulle Internet, les scandales (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) et la crise financière pour se développer.

Les différentes formes d'ISR

Nombre de gérants de portefeuille se sont aujourd'hui convertis à l'ISR. Les fonds gérés selon ces principes et baptisés « fonds socialement responsable », « fonds développement durable » ou « fonds éthiques » tentent de concilier performance financière et extra-financière. Précisément, la performance financière se traduit par l'optimisation du couple rentabilité-risque, tandis que la performance extra-financière porte sur le respect de certaines exigences en matière de protection de l'environnement, d'actions sociales et de gouvernance d'entreprise (c'est que l'on appelle les critères ESG). Schématiquement, on distingue trois grandes approches⁴, celles-ci ayant bien sûr tendance à se conjuguer en pratique.

- Une approche de filtrage (*screening*). Le filtrage négatif est fondé sur l'exclusion de certains secteurs ou de certaines entreprises, au motif qu'ils ne sont pas « éthiques ». A contrario, le filtrage positif consiste à privilégier des secteurs d'activités en raison de leur implication pionnière dans le développement durable (énergies renouvelables, transports propres, etc.). Notons que dans certains cas, les fonds qui pratiquent le filtrage positif s'apparentent en fait à des fonds thématiques.
- Une approche *best-in-class*, fondée sur la sélection d'entreprises qui réalisent les meilleures performances financières, environnementales et sociales sans qu'aucun secteur ne soit exclu ou privilégié *a priori*. Cette approche cherche à promouvoir la responsabilité sociale au sein de toutes les entreprises en privilégiant, dans chaque secteur, les entreprises les plus « vertueuses ». La pression sur les entreprises est ici indirecte.

⁴ On ne sera pas surpris de retrouver le triptyque cher à Alfred Hirshman, « Exit, Voice and Loyalty ».

- Une approche d'activisme actionnarial dans laquelle les investisseurs ont pour ambition de faire évoluer la politique des entreprises en s'impliquant davantage dans la conduite de celles-ci et, le cas échéant, en faisant pression sur les dirigeants (Karpoff, 2006). En étant actionnaires, donc co-proprétaires des entreprises, on est mieux à même d'orienter ces dernières dans la voie de la responsabilité sociale. L'engagement actionnarial va du simple dialogue avec les dirigeants, à l'exercice actif des droits de vote et à la proposition en assemblée générale d'actionnaires d'un certain nombre de résolutions relatives aux critères ESG. De manière générale, l'engagement actionnarial est beaucoup plus répandu dans les pays anglo-saxons qu'en Europe. Cette pratique s'est notamment structurée dans les années 1970 lors des luttes pour les droits civiques et la lutte anti-apartheid.

Dans la suite de cet article, on s'attachera essentiellement aux deux premières approches qui forment le noyau dur de l'ISR.

Les initiatives politiques

Au-delà de la création d'une nouvelle offre de produits financiers, l'ISR se traduit par des initiatives d'ordre politique visant à faire pression sur les marchés financiers et les entreprises pour les faire agir dans le sens du développement durable. Dans la plupart des pays occidentaux, des lois ont ainsi été promulguées pour favoriser l'ISR.⁵ Par exemple, en France, l'article 116 de la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (mai 2001) impose aux entreprises cotées de droit français de fournir des informations sociales et environnementales dans leurs rapports annuels. En outre, en 2005, des investisseurs institutionnels se sont réunis sous l'égide de l'ONU pour créer les principes de l'investissement responsable (PIR). En mai 2008, on dénombrait 362 signataires (41 % d'européens, 19 % de nord-américains, 19 % en provenance d'Océanie et 8 % d'Asie) pour un montant d'actifs sous gestion qui s'élève à plus de 13 000 milliards.

Les agences d'analyse et de notation extra-financière

En lien avec le développement des fonds ISR sont apparus, au cours de la décennie 1990, des fournisseurs d'information extra-financière. Ces derniers procèdent à une évaluation (éthique, sociale, environnementale) des entreprises par le biais de l'analyse de documents publics, de questionnaires et d'entretiens. Ces évaluations sont vendues aux sociétés de gestion, que ces dernières placent directement des produits financiers auprès des particuliers ou qu'elles gèrent les actifs détenus par certains grands investisseurs institutionnels, comme les caisses de retraite et de prévoyance en France ou encore les fonds de pensions aux Etats-Unis. En France, c'est avec la création de la première agence française d'analyse et de notation extra-financière sur les entreprises *Arese* – aujourd'hui devenue *Vigéo* – à la fin des années 1990 que la création des fonds ISR s'est accélérée.⁶

⁵ Le tableau A en annexe expose les principales réglementations en vigueur dans les pays industrialisés.

⁶ Le marché de l'information financière est naturellement un marché concentré. Parmi les autres agences européennes, citons Innovest, SAM et Eiris.

Parmi les autres acteurs de l'ISR, on doit encore mentionner les producteurs d'indice boursier ISR.⁷ On doit au cabinet américain KLD (*Kinder, Lydenberg, Domini & Co*) la création du premier indice boursier ISR en 1990, le *Domini Social Index* (DSI). Il est composé de 400 entreprises nord-américaines sélectionnées selon deux types de critères : certains secteurs comme l'alcool, le tabac, le jeu ou le nucléaire sont directement écartés ; les entreprises sont ensuite sélectionnées en fonction de l'attention qu'elles portent au respect de l'environnement, en fonction de leur politique sociale, etc. Devant le succès de l'ISR, les acteurs traditionnels de l'information boursière, au premier rang desquels les sociétés *Dow Jones* (avec sa gamme *Dow Jones Sustainability Index*) et *Financial Times Stock Exchange* (*FTSE4Good*), ont à leur tour proposé des indices ISR.

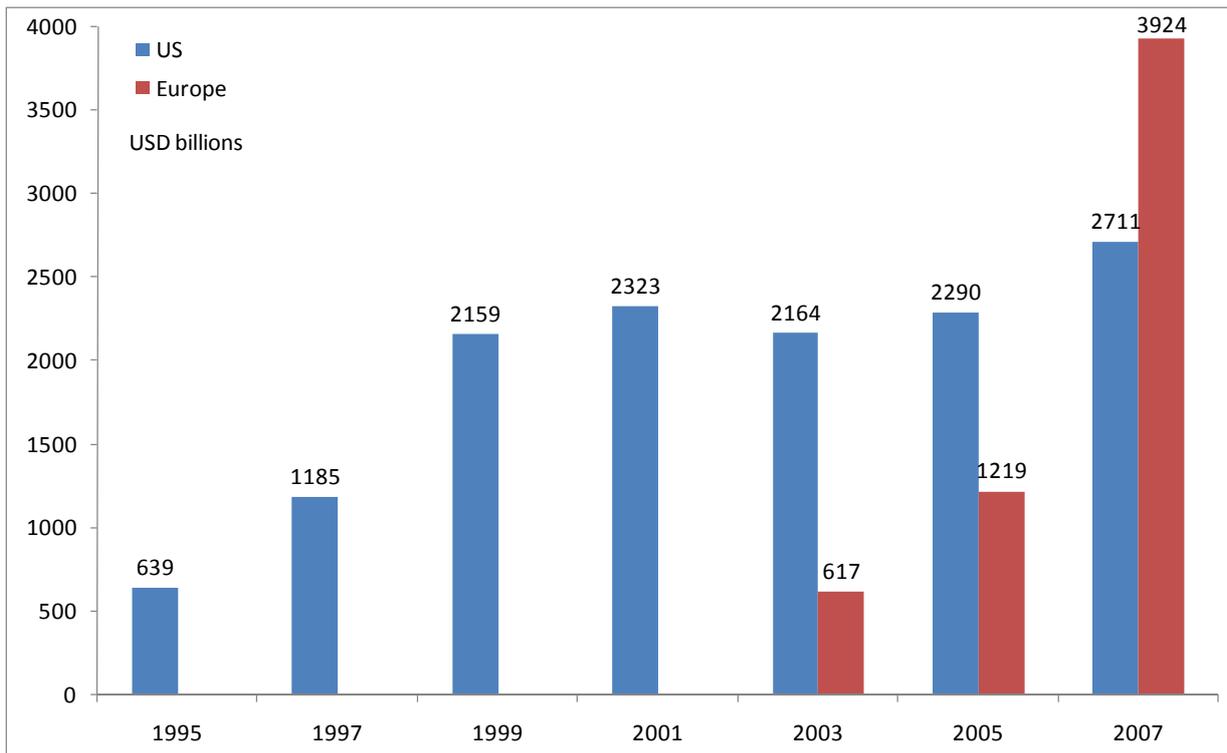
Le marché de l'ISR

Il est difficile de définir la part de marché de l'ISR, et ce malgré les efforts réalisés ces dernières années par les associations professionnelles (*The Social Investment Forum* aux Etats-Unis, le réseau *Eurosif* en Europe, *ASrIA* en Asie, etc.) créées spécifiquement pour promouvoir cette nouvelle forme de gestion de l'épargne. On se heurte en effet un problème de périmètre : quand décide-t-on qu'un gérant de fonds pratique l'ISR ? Suffit-il que le gérant se dise concerné par les critères ESG et dialogue avec les entreprises ? Ou bien faut-il ne prendre en compte que les stratégies ISR contraignantes ? Evidemment, selon que l'on retient l'une ou l'autre approche, la part de marché de l'ISR varie considérablement.

La plupart des articles sur l'ISR mentionnent une part de marché comprise entre 10 % et 20 % dans les pays industrialisés. Aux Etats-Unis, par exemple, *The Social Investment Forum* fait état, en 2007, de plus de 2 700 milliards de dollars gérés selon des principes de l'ISR (cf. figure 1), ce qui fait environ 10 % des actifs nets sous gestion. En Europe, d'après *Eurosif*, les encours ISR ont atteint 2 665 milliards d'euros en 2007 (près de 4 000 milliards de dollars), soit une part de marché estimée à 17,5%.

⁷ Un indice boursier est un outil statistique qui mesure l'évolution du cours d'un ensemble défini d'actions. Les indices ISR permettent de comparer les résultats économiques des entreprises engagées dans des politiques de développement durable avec ceux obtenus par les entreprises « traditionnelles ». Ces indices servent aussi de benchmark aux gestionnaires des fonds ISR.

Figure 1. Socially Responsible Investing in the US and in Europe (1995-2007)



Source: Social Investment Forum Foundation & Eurosif European SRI Survey, 2008 (the market coverage is not constant: 8 countries were covered in 2002, 9 in 2005 and 13 in 2007; assets are converted using year-end exchange rates).

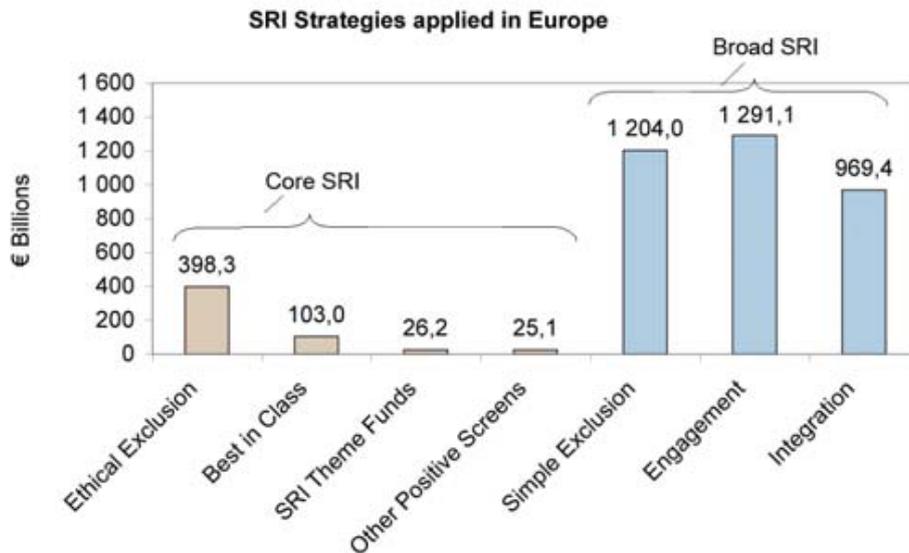
A noter que 90 % à 95 % du marché de l'ISR est en fait dominé par les investisseurs institutionnels⁸, au premier rang desquels les fonds de pension, mais aussi les fondations, les institutions religieuses, etc. Or, souvent, ces derniers adoptent une démarche ISR peu restrictive, contrairement aux fonds de placements qui s'adressent aux investisseurs particuliers et doivent donc avoir une stratégie ISR un tant soit peu aboutie pour se démarquer des fonds traditionnels.

Dès lors qu'on élimine les stratégies, qui relèvent certes de l'ISR, mais qui ne sont pas vraiment contraignantes pour les gérants de fonds, la part du marché de l'ISR diminue considérablement. Eurosif mène d'ailleurs à ce propos une démarche intéressante puisque l'association ne se contente pas de donner une statistique globale. Elle fournit également des estimations sur ce qu'elle qualifie être le « noyau dur » de l'ISR : exclusion multicritère, filtrage positif, fonds thématiques et sélection *best-in-class*. Ce noyau dur est estimé à 512 milliards d'euros en 2007, soit 3,4 % des actifs nets totaux (cf. figure 2). Et si l'on ignore les stratégies d'exclusion (mêmes multicritères), l'encours ne s'élève qu'à 154 milliards. *The Social Investment Forum* ne fournit hélas pas de statistiques concernant le noyau dur aux Etats-Unis.⁹ On peut toutefois s'en faire une idée en se focalisant sur les fonds de placement.

⁸ Rappelons, par ailleurs, que le poids des investisseurs institutionnels est très variable d'un pays à l'autre, ce qui ne facilite pas les comparaisons internationales.

⁹ Au Canada, en 2006, l'ISR au sens large représente 503,4 milliards de dollars canadiens (environ 334 milliards d'euros), dont 11 % pour le noyau dur. En Australie et en Nouvelle-Zélande, en 2007, l'ISR au sens large représente 72,2 milliards de dollars australiens (environ 41 milliards d'euros), dont 27 % pour le noyau dur. Il

Figure 2.



Source: Eurosif European SRI Survey, 2008. Note: total of individual strategies added together may be superior to the total of Core and Broad SRI due to overlaps.

De manière générale, le marché de l'ISR pour les investisseurs particuliers, via les fonds de placements, est de l'ordre de quelques pourcents seulement. Par exemple, en 2007, aux Etats-Unis, le nombre de fonds qui pratiquent l'ISR était de 260, pour un actif net de 201,8 milliards de dollars. Dans le même temps, d'après l'*Investment Company Institute*, le nombre de fonds de placement aux Etats-Unis s'élevait à 9 300, pour un encours total de 13 000 milliards de dollars. Autrement dit, les fonds ISR aux Etats-Unis représentaient, fin 2007, seulement 1,5 % des encours.¹⁰ Et ce pourcentage est à peu près dans la plupart des pays industrialisés.¹¹

Soulignons, enfin, que l'ISR progresse nettement plus vite en Europe qu'aux Etats-Unis. En 1995, aux Etats-Unis, les encours ISR au sens large ne s'élevaient qu'à 639 milliards. La progression a alors été de 36 % par an en moyenne jusqu'en 1999. Mais elle est seulement de 2,9 % depuis. De la même manière, aux Etats-Unis, en 1995, seuls 55 fonds de placement pratiquaient l'ISR sur un total de 6 200 ; l'encours ISR était alors de 12 milliards de dollars, contre 3 000 pour les fonds traditionnels. Là encore, la progression a d'abord été très rapide : le nombre de fonds ISR a presque triplé entre 1995 et 1997 et les encours ont

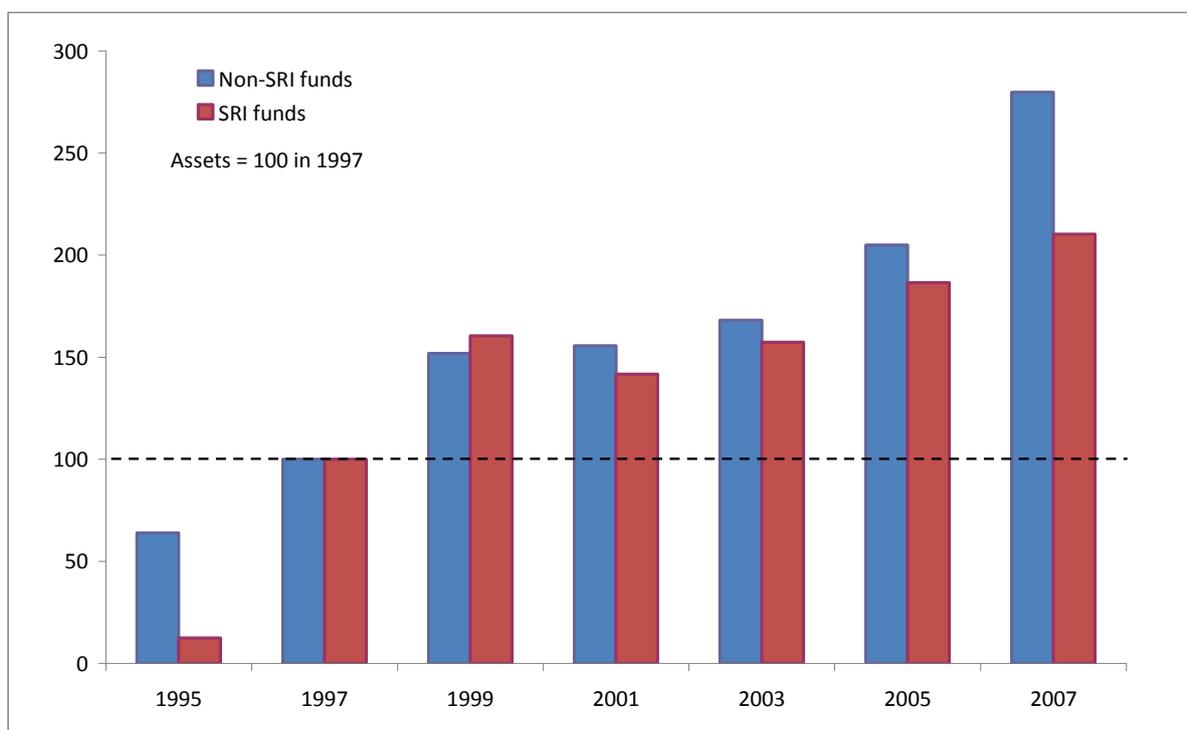
n'existe pas d'estimation du noyau dur au Japon : l'ISR au sens large représente 840 milliards de yens au 31 septembre 2007 (environ 5,5 milliards d'euros).

¹⁰ Fin 2007, aux Etats-Unis, les fonds ISR constituent 3,2 % du nombre de fonds, ce qui signifie qu'ils sont, en moyenne, de plus petite taille que les fonds traditionnels : l'actif net moyen des fonds ISR s'élève à 776 millions de dollars, environ moitié moins que les fonds traditionnels.

¹¹ Nous ne disposons pas de données globales pour l'Europe. Mais pour prendre le cas de la France, fin 2007, on dénombrait 175 fonds ISR commercialisés par 48 sociétés de gestion pour un encours de 10 milliards d'euros. A ces encours, il faut ajouter ceux gérés pour le compte d'investisseurs institutionnels dans le cadre d'une gestion dédiée sur mesure, de l'ordre de 1 milliard. Le nombre de fonds était de 40 en 2001 et de 7 seulement en 1997 (source : Novethic). Le premier fonds ISR est né en France en 1983 sous l'impulsion de Sœur Nicole Reille de la congrégation Notre-Dame. Aujourd'hui toutes les grandes banques proposent à leurs clients des placements « éthiques », fondés de façon majoritaire sur l'approche *best-in-class*. Malgré cet essor, l'ISR représente environ 1 % des encours totaux gérés.

augmenté de 700 %, contre « seulement » 57 % pour ce qui est des fonds traditionnels. Mais depuis, contrairement d'ailleurs à une idée largement répandue, la croissance des fonds ISR est inférieure à celle des fonds traditionnels (cf. figure 3) !

Figure 3. Evolution of Non-SRI and SRI funds in the US (1995-2007)



Source: Investment Company Institute (Non-SRI funds, including mutual funds, ETFs, and closed-end funds) & Social Investment Forum Foundation (SRI funds, including mutual funds, ETFs, closed-end funds, other pooled products, and alternative investments).

En Europe, l'évolution est bien différente. La progression semble en effet à la fois importante et régulière : 336 milliards d'euros en 2002, 1 035 en 2005 et 2 665 en 2007.¹² Et désormais, l'Europe est le premier marché au monde pour l'ISR. Et ce n'est, a priori, pas près de changer. Concernant l'avenir de l'ISR, les gestionnaires de fonds américains se montrent en effet les plus sceptiques. D'après un sondage, les deux tiers d'entre eux pensent que la prise en compte de filtres sociaux ou environnementaux ne sera jamais une pratique courante en gestion de portefeuilles. C'est le cas de seulement un gérant européen sur trois.¹³

Quoiqu'il en soit, la crise financière qui a débuté en 2007 va-t-elle changer la donne ? La plupart des observateurs considèrent en effet qu'il s'agit d'une crise morale du capitalisme financier. Une opportunité pour l'ISR ? Peut-être, si comme Landier et Nair (2008) on voit l'ISR comme un moyen de réconcilier les individus avec la finance de marché. En fait, rien

¹² Il convient toutefois de reconnaître que les données historiques européennes sont assez peu homogènes d'une enquête à l'autre : ainsi, par exemple, la première enquête portait sur 8 pays européens, la seconde sur 13 pays, la troisième sur 15 pays.

¹³ Jane Ambachtsheer, 2005, « SRI: What Do Investment Managers Think? », Mercer.

n'est moins sûr. Et il semble plutôt que la crise ait accru la défiance envers la bourse. Les investisseurs ISR étant sans doute plus sensible que les autres investisseurs à ce sujet, il n'est pas impossible que la part relative de l'ISR se stabilise, voire diminue.

2. Pratiquer l'ISR : pourquoi et comment ?

Quelle est la responsabilité sociale des entreprises ?

Les tenants de l'ISR, suivant ici ceux de la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE), s'opposent à la conception économique standard de l'entreprise que cette citation de Milton Friedman (*The New York Times Magazine*, 13 sept. 1970) illustre parfaitement : « *la responsabilité sociale des entreprises est de faire des profits (...) l'entreprise moderne n'a pas de responsabilité sociale envers le public, ses seules responsabilités sociales sont les revenus fiduciaires qu'elle procure à ses propriétaires. Le travail d'un dirigeant est de faire de l'argent, d'atteindre ou de battre l'indice de référence du marché* ». La primauté accordée aux actionnaires est aujourd'hui acceptée par la majorité des économistes académiques. Et cette idée est à la base des travaux sur la gouvernance d'entreprise (Hart, 1995 ; Shleifer et Vishny, 1997).

Les partisans de l'ISR refusent pourtant cette conception qu'ils jugent réductrice et cherchent, au contraire, à « ré-encastrenter »¹⁴ l'économie dans la société. L'idée sous-jacente est, en effet, de faire en sorte que les entreprises prennent en compte, non seulement l'intérêt des actionnaires (*shareholders*), mais également celui des parties prenantes (*stakeholders*), c'est-à-dire de tous ceux qui participent, de près ou de loin, à la vie de l'entreprise et au rang desquels on trouve les salariés, les fournisseurs, les consommateurs, les riverains, les autorités, etc. Cette idée selon laquelle il est possible de concilier de manière harmonieuse l'économie, le social et l'environnement, dans le respect des générations futures, s'inscrit dans le droit fil du mouvement du développement durable.

Pour expliquer cet engouement pour les structures économiques alternatives, de nombreuses raisons sont évoquées que l'on peut regrouper en trois catégories. D'abord, des raisons d'ordre sociologique avec les débats sur la perte des repères (diminution de la pratique religieuse, absence de projets politiques, etc.) et la crise d'identité des sociétés modernes liée à la mondialisation. Ensuite, des raisons liées à la montée des risques environnementaux : jamais les menaces (problèmes liés à l'accumulation des gaz à effet de serre, atteintes à la biodiversité, etc.) n'ont été aussi sérieuses. Enfin, des raisons économiques : le contexte économique général est peu favorable (précarité, exclusion, chômage de masse, etc.). Au cours de la seconde moitié du XX^{ème} siècle, les entreprises ont, en outre, vu leur pouvoir s'accroître considérablement. Galbraith (1967) a été l'un des premiers à apprécier ces changements. Cette prise de pouvoir des grandes entreprises a suscité, en retour, un appel par la société civile à une plus grande responsabilisation de ces entreprises.

La théorie des parties prenantes est, *a priori*, attrayante. Mais les choses ne sont pas si simples. Il est évidemment louable de vouloir servir les intérêts de chacun, mais comment faire lorsque ces intérêts sont contradictoires ? Quelle règle de décision adoptée ? Qui doit

¹⁴ Ce terme fait référence à la théorie du « désencastrement » de Karl Polanyi (*La grande transformation*, 1944) pour qui l'histoire du capitalisme est celle de l'autonomisation croissante de la sphère marchande vis-à-vis des autres sphères sociales.

trancher ? Au bénéfice de qui ? Or le problème est que les prérogatives, les droits, les objectifs des *stakeholders* ne peuvent être clairement définis, contrairement à ceux des *shareholders*. La théorie financière de l'entreprise, en se basant sur le concept de valeur actionnariale, est en mesure d'apporter des réponses aux questions précédentes. La théorie des parties prenantes bute, en revanche, sur ces questions car il devient très complexe dans ce cadre de déterminer de manière univoque le mandat des dirigeants, ce qui conduit à des impasses dans le processus de décision, réduit le retour sur investissement et augmente le coût du capital des entreprises.¹⁵

En somme, sur la définition de la responsabilité sociale des entreprises, deux logiques s'affrontent. Et chaque camp n'hésite pas à faire appel à la sagesse populaire. Chez les partisans de la théorie des parties prenantes : « *with great powers comes great responsibility* » (Stan Lee). Et leurs détracteurs de rappeler que « l'enfer est pavé de bonnes intentions »...

L'ISR : une « auberge espagnole » ?

La principale difficulté posée par la théorie des parties prenantes tient donc au caractère protéiforme des objectifs. Pour simplifier, on peut décomposer le problème en trois niveaux successifs : 1. Quels objectifs retenir ? 2. Comment hiérarchiser les objectifs précédemment définis ? 3. Quel degré d'exigence réclamer pour ces objectifs ?

1. Il est évidemment toujours très délicat de distinguer ce qui est « éthique », de ce qui ne l'est pas.¹⁶ D'autant que cette distinction relève souvent de considérations culturelles. Aussi existe-t-il des différences marquées entre les pays. Si, par exemple, l'exclusion des entreprises qui pratiquent des tests sur les animaux est une préoccupation importante pour les investisseurs militants anglo-saxons, elle a peu d'échos en Europe continentale. Nous retrouvons également un clivage fort sur la question du nucléaire : proscrit de la plupart des fonds anglo-saxons et suisses, les gérants français ISR ont tendance à retenir les entreprises électronucléaires au titre qu'elles contribuent à la lutte contre le changement climatique puisque, contrairement aux centrales à énergies fossiles, elles ne rejettent pas de gaz à effet de serre.

2. Et à supposer que les objectifs soient clairement définis et fassent consensus, il reste à les hiérarchiser. En pratique, par exemple, l'agence de rating KLD, qui construit l'indice DSI, a choisi de retenir treize critères (positifs ou négatifs) qui couvrent un spectre très large : *Corporate Governance, Community, Diversity, Employee, Environment, Human Rights, Product, Alcohol, Firearms, Gambling, Military, Nuclear, Tobacco*. Une note est attribuée à chaque critère, à partir de l'agrégation de plusieurs indicateurs, et ces critères sont ensuite sommés pour calculer la note finale. Autrement dit, chaque critère est pondéré de la même manière. Ainsi, on peut trouver, par exemple, parmi les entreprises qui composent l'indice, des entreprises fortement polluantes, mais qui ne sont engagées dans aucun des secteurs mis à l'index et qui choisent leurs employés. Ce problème est inhérent à la procédure de sélection, et se trouve, en outre, renforcé lorsqu'il s'agit de faire du *best-in-class* puisqu'il faut alors prendre en compte les performances relatives de chaque entreprise par rapport

¹⁵ Pour une présentation formelle, voir Tirole (2001, 2006). Voir aussi Moore et Rebérioux (2007) pour une approche critique du débat sur la valeur actionnariale.

¹⁶ Le tableau B en annexe présente les principaux filtres et critères généralement retenus.

au secteur. De quoi encore ajouter à la complexité, si ce n'est à la confusion. Quoiqu'il en soit, ces procédures d'agrégation successives posent de sérieux problèmes théoriques puisqu'il s'agit d'éléments éminemment qualitatifs.

Au final, chaque fonds, chaque indice choisi de mettre plus ou moins l'accent sur la protection de l'environnement, la gouvernance d'entreprise, les droits de l'humain, etc. (Statman, 2006). La tendance est d'ailleurs de plus en plus en faveur des fonds thématiques. Mais dans tous les cas, la composition des principaux indices éthiques est très proche de celle des indices traditionnels (*cf. infra*).

3. Plus ou mieux ? A l'instar du développement durable ou du principe de précaution, l'ISR fait l'objet d'une large couverture médiatique. Doit-on y voir une prise de conscience globale ou une banalisation – voire un appauvrissement – de la pratique ISR ? S'il existe aujourd'hui une niche jalousement défendue par les pionniers de l'ISR, de nombreux autres acteurs du mouvement souhaitent une utilisation de plus en plus répandue des critères extra-financiers dans les modèles d'analyse financière classiques.

Les « puristes » redoutent qu'une plus grande diffusion ne se traduise par une dilution des exigences. Leur crainte est aussi que l'ISR soit récupéré par les grandes institutions financières et serve uniquement à des fins commerciales. Mais l'autre danger est celui de l'isolement. Certains défendent que pour avoir un réel impact, l'ISR doit s'étendre, quitte à ce que ses critères soient assouplis. Comment alors concilier exigence et large diffusion ? C'est l'une des principales questions qui conditionnent le succès de l'ISR à moyen terme.

3. Performances environnementales, sociales, économiques et financières

Does it pay to be green?

Le respect de l'environnement et la promotion de « valeurs citoyennes » sont vus, le plus souvent, comme contradictoires avec les objectifs de l'entreprise. Ainsi, dans la perspective traditionnelle, si les actionnaires, les dirigeants, les responsables syndicaux ou politiques souhaitent que l'entreprise se fixe des objectifs extra-économiques, ils devront nécessairement arbitrer entre un certain nombre de bénéfices (publics) et de coûts (privés). Mais depuis le début des années 1990, cet arbitrage est de moins en moins considéré comme inéluctable. Pour certains, il serait effectivement possible de concilier performances économiques, protection de l'environnement et promotion des valeurs sociales.

Porter et van der Linde (1995) sont parmi les premiers à avoir exprimé l'hypothèse d'une relation positive entre les performances économiques et extra-économiques des entreprises. En particulier, les innovations environnementales sont autant de sources de compétitivité et de gains de productivité pour l'entreprise ; c'est le concept d'éco-efficience. Ce concept, initialement proposé en référence aux problématiques environnementales, peut facilement être étendu aux considérations sociétales.

Une stratégie qui privilégie une gestion soucieuse des impacts environnementaux et sociaux peut être profitable, tant par la baisse des coûts que par l'augmentation des revenus engendrés. L'avantage en termes de coûts est double :

- une meilleure prévention des coûts associés aux accidents et aux conflits (permet d'anticiper sur les contraintes réglementaires futures, de réduire le coût des assurances, les coûts juridiques liés aux procès éventuels, les coûts liés aux grèves du

personnel, de bonnes relations de travail permettent d'améliorer la productivité des salariés, etc.) ;

- une économie de matériel et d'énergie (le recyclage permet de réduire certains coûts, il est en outre probable que les technologies propres soient aussi les plus performantes, etc.).

Les avantages en termes de revenu tiennent essentiellement aux gains de parts de marché (surcroît de notoriété, « *first mover advantage* »). Ainsi, pour certains, les entreprises qui mettent en œuvre des stratégies « vertueuses » assurent-elles à la société un double-dividende.

L'idée de telles stratégies gagnantes-gagnantes est certes séduisante, mais est-elle bien réaliste ? Cette question, à forte résonance idéologique, n'a pas manqué de susciter de vives polémiques parmi les économistes et les spécialistes en stratégie d'entreprise. Les positions sont très diverses, du plus grand scepticisme à la confiance la plus totale. De nombreuses études ont tenté de trancher empiriquement la question, mais les méthodes employées sont très diverses et il est difficile d'en déduire un résultat clair.¹⁷ Le premier point de discordance est d'ordre sémantique. La notion de responsabilité sociale reste floue et renvoie selon les cas à l'éthique, à la morale, à la déontologie, au paternalisme. Certains font uniquement référence à la responsabilité légale mais, pour la plupart, ce sont les engagements pris au-delà des obligations légales ou contractuelles qui priment. La deuxième source de désaccord concerne la mesure des performances. Il n'est déjà pas facile d'apprécier les performances économiques et financières des entreprises (valeur boursière ou valeur comptable ?), mais c'est encore plus délicat lorsqu'il s'agit de mesurer les performances sociales. On trouve ainsi, pêle-mêle, des indicateurs positifs (insertion des travailleurs handicapés, respect de certaines normes environnementales, etc.) ou négatifs (fraudes, exclusion de certains secteurs, etc.), synthétique (indices de réputation) ou singulier (commerce avec l'Afrique du sud), qualitatif (sauvegarde de l'emploi) ou quantitatif (volume des rejets polluants), diffusés par les entreprises elles-mêmes (rapports d'activité), les cabinets de conseils, les ONG, les autorités publiques ou les instances internationales... La procédure de test constitue une troisième source de disparité : même si on identifie une relation de corrélation entre les performances économiques et extra-économiques, comment mettre en évidence une relation causale ?

Les performances des fonds ISR

Pour les investisseurs, la question n'est pas tant de savoir si les entreprises gagnent à être vertueuses, mais plutôt de savoir si l'ISR est un placement rentable. Ces deux questions semblent, *a priori*, intimement liées. On est effectivement tenté de penser que si les entreprises vertueuses enregistrent de bonnes performances économiques relativement aux autres alors l'ISR devrait être un placement rentable. En fait, il n'en est rien. Pour s'en convaincre, le plus simple est de raisonner par l'absurde : plaçons-nous dans le cas le plus favorable et supposons que l'hypothèse d'éco-efficience soit vérifiée. Les investisseurs, qu'ils soient guidés par des motifs strictement économiques ou non, souhaiteront tous acheter les titres émis par ces entreprises vertueuses. Immanquablement, le cours de ces titres

¹⁷ Voir pour une synthèse, Margolis et Walsh (2003), Orlitzky, Schmidt et Rynes (2003), Laroche et Allouche (2008).

augmentera, ce qui se traduira par une diminution des rendements et de piètres performances pour les investisseurs.

Lorsqu'on s'interroge sur la performance des fonds ISR il faut prendre en compte le fait qu'exclure certaines entreprises – voire certains secteurs – réduit les opportunités de diversification. Le concept de diversification est la base de la théorie moderne du choix de portefeuille, née dans les années 1950 des travaux précurseurs de Harry Markowitz (Prix Nobel en 1952), James Tobin (Prix Nobel en 1958) et William Sharpe (Prix Nobel en 1990). Ce concept peut se traduire simplement par l'adage suivant : « il ne faut pas mettre ses œufs dans le même panier ». Ces auteurs ont montré que la meilleure stratégie pour les investisseurs consiste à détenir un portefeuille composé d'un ensemble le plus large possible d'actifs. Cela permet, en effet, de réduire les risques sans sacrifier au rendement attendu.

Cette théorie a révolutionné la pratique financière.¹⁸ Il en découle notamment que la meilleure attitude pour les gérants de fonds consiste à répliquer passivement l'indice de marché. Autrement dit, aucune place n'est laissée quant au choix des actifs qui composent le portefeuille, il faut en détenir le plus grand nombre. C'est la raison pour laquelle la plupart des conseillers en placement financier recommandent aujourd'hui d'investir dans des fonds indiciels, à savoir des fonds – plus ou moins – indexés sur la rentabilité d'un indice boursier.¹⁹

La théorie financière suggère ainsi qu'il est impossible de « battre le marché », et les fonds ISR ne doivent pas faire exception à la règle. Ce qui signifie aussi – bonne nouvelle pour les investisseurs soucieux d'éthique – que les fonds ISR, pour peu qu'ils soient suffisamment diversifiés²⁰, n'ont pas de raison de sous-performer. Autrement dit, il est tout à fait possible d'aligner ses placements financiers et ses convictions ; les fonds ISR ne sont ni plus ni moins performants financièrement que les autres.

Ce résultat théorique est abondamment vérifié empiriquement. A titre d'illustration, la figure 4 représente l'évolution des indices Aspi eurozone et Dow Jones Euro Stoxx, l'indice Aspi étant construit en retenant 120 titres parmi les 320 qui composent le DJ Euro Stoxx. Comme la théorie financière le prédit, il n'y a pas de différences de performance entre ces deux indices. Ce n'est, au fond, guère étonnant. Les indices ISR sont en effet très proches des indices classiques, surtout lorsqu'ils sont de type *best-in-class*. Ainsi, par exemple, les actions qui composent l'Aspi Eurozone, l'un des principaux indices ISR européens, représentent 75 % de la capitalisation boursière du DJ Euro Stoxx. Qui plus est, pas moins de 45 des 50 plus grandes entreprises de la zone euro (qui représentent 93 % de la capitalisation boursière du

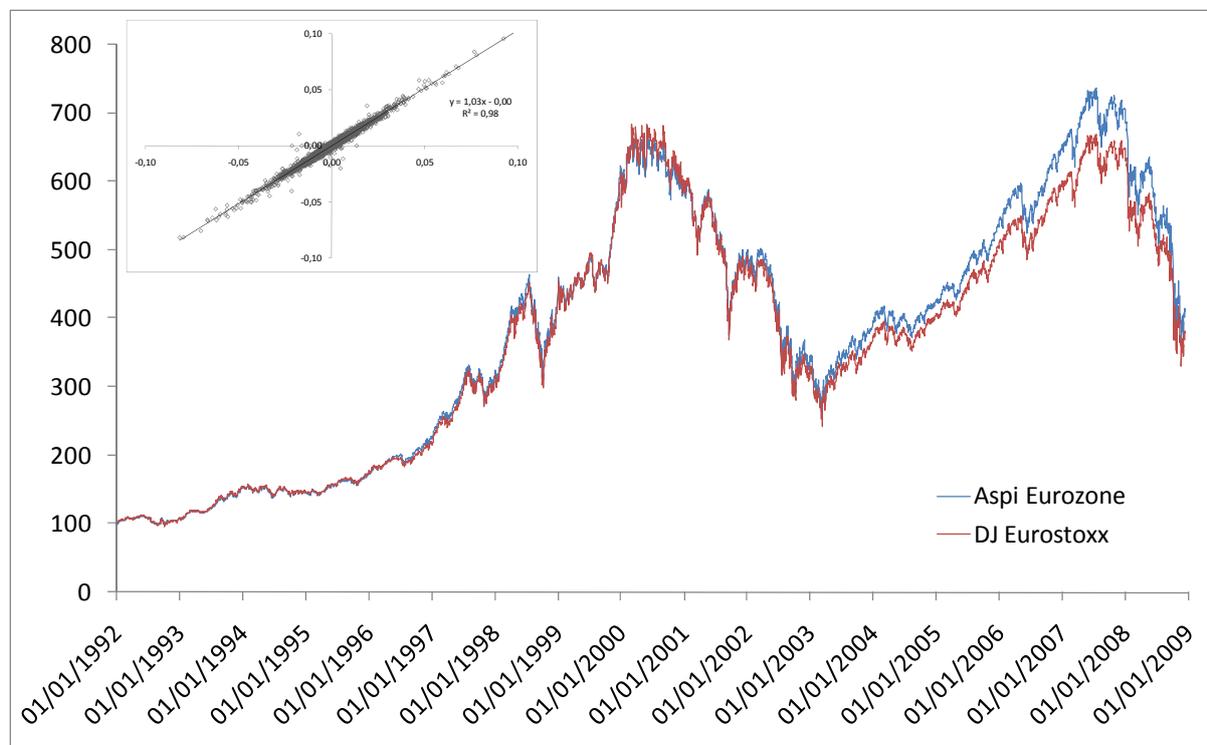
¹⁸ Sur l'histoire de la finance moderne voir Peter L. Bernstein (*Des idées capitales*, 1995). John Maynard Keynes était lui-même très critique vis-à-vis du principe de diversification : « *Je suis en faveur d'avoir autant de parts d'un seul titre (...) Supposer que faire passer la sécurité en premier consiste à détenir de petites quantités de nombreuses sociétés que je ne peux pas juger précisément faute d'informations, plutôt qu'une grosse part d'une entreprise sur laquelle je possède des informations précises, me semble être une parodie de politique d'investissement* » J.M. Keynes, 1983, *The Collected Writing of John Maynard Keynes*, vol. XII, Textes rassemblés par D. Mogridge, New York, Cambridge University Press.

¹⁹ On peut d'ailleurs voir dans le développement de l'ISR une réaction des investisseurs face à cette gestion indicielle, dite passive, et par nature impersonnelle.

²⁰ Les gains marginaux liés à la diversification diminuent très rapidement à mesure que le nombre de titre inclus dans le portefeuille augmente. Se priver de quelques titres n'est donc pas dommageable (sauf éventuellement si ces titres sont anti-corrélés avec le marché boursier). Voir Bello (2005).

DJ Euro Stoxx 50) sont incluses dans l'Aspi!²¹ Le coefficient de corrélation entre les rentabilités des deux indices est donc naturellement très proche de l'unité.

Figure 4. Evolution des indices boursiers Aspi eurozone et Dow Jones Euro Stoxx



Note : les indices (dividendes réinvestis) sont exprimés en base 100 au 1^{er} janvier 1992. En haut à gauche figure le *scatterplot* des rentabilités logarithmiques des deux indices boursiers. La droite de tendance correspond à une régression linéaire avec une pente estimée à 1,03 et un R² égal à 98%.

Le tableau C en annexe recense une quarantaine d'articles académiques publiés entre 1992 et 2008 au sujet des performances financières des fonds (ou des indices) ISR. Ces études sont très homogènes dans leur méthodologie. Le principe consiste dans tous les cas à examiner les performances relatives des fonds ISR en utilisant comme benchmark, soit un indice de marché (traditionnel ou ISR), soit des fonds traditionnels. Bien sûr, les études les plus récentes disposent d'échantillons plus importants et utilisent des mesures de performance plus sophistiquées. Mais, dans leur très grande majorité, leur conclusion principale est la même : les performances des fonds ISR ne sont ni meilleures, ni moins bonnes que celles des fonds traditionnels.

Les résultats des études empiriques suggèrent donc, globalement, que les fonds ISR obtiennent des performances financières comparables à celles des fonds classiques. Mais comme le suggèrent plusieurs travaux récents (King et Lenox, 2001 ; Lanoie, Ambec et Scott, 2007), la bonne question à poser n'est peut être pas de savoir si l'ISR est ou non payant (« *does it pay to be green ?* »), mais plutôt dans quelle(s) condition(s) l'ISR peut-il être payant (« *when does it pay to be green ?* »). C'est dans cet esprit que nous avons examiné la

²¹ A titre de comparaison, la moitié des entreprises qui composent l'indice S&P 500 sont présentes dans l'indice Domini 400 (Statman, 2006).

performance des fonds ISR commercialisés en France (Capelle-Blancard, Laaradh et Monjon, 2009).

Cette étude examine, dans un premier temps, les performances financières des fonds ISR commercialisés en France sur la période 2000-2007. Nous utilisons pour cela un large éventail de mesures de performance (y compris des mesures conditionnelles). Dans un second temps, et contrairement aux précédentes études, nous distinguons les fonds ISR en fonction de l'orientation considérée (développement durable, gouvernance d'entreprise, etc.) et de la qualité du dispositif de gestion ISR (diversité et appropriation des sources, sélectivité ISR, processus de gestion ISR, transparence et pédagogie). Nous procédons alors à une estimation économétrique des déterminants de la performance financière.

Il ressort de cette étude que la performance moyenne des fonds ISR en France n'est pas significativement différente de celle du marché, ce qui confirme les études antérieures. Mais surtout, nos résultats indiquent que ni l'orientation thématique du fonds, ni la qualité du dispositif de gestion n'a d'incidence sur ces performances financières. En revanche, les fonds qui procèdent à l'exclusion de certains secteurs ont des performances financières significativement moins bonnes que les autres.

4. L'ISR : une nouvelle forme de régulation ?

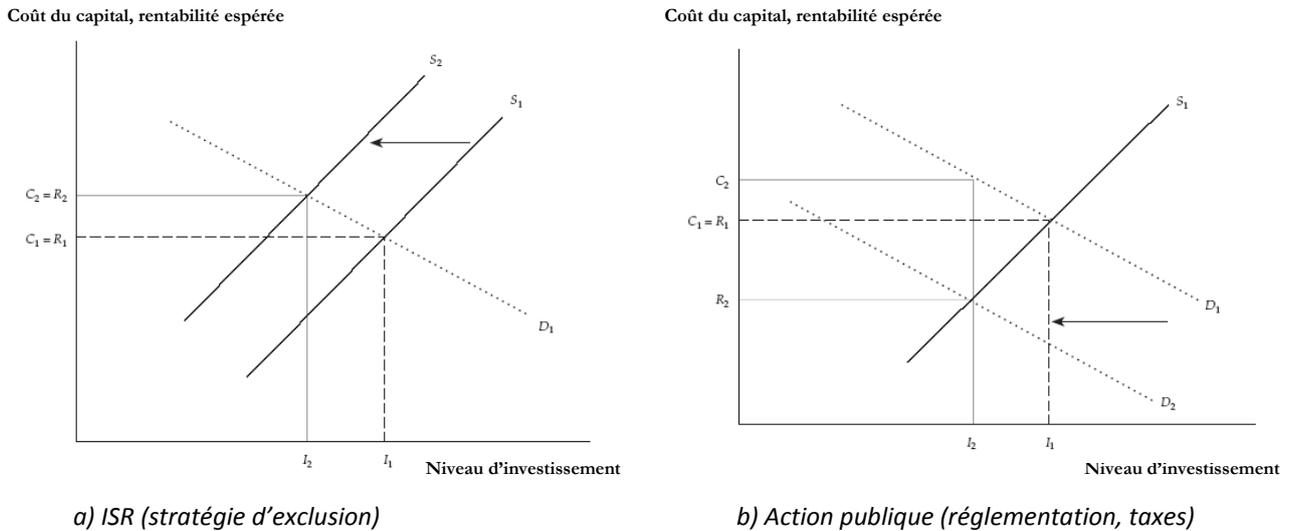
Au-delà de savoir si l'ISR est plus ou moins performant que l'investissement traditionnel, se pose évidemment la question de son impact sur les entreprises. Deux questions reviennent souvent : l'ISR peut-il se substituer à l'intervention publique ? l'ISR est-il en mesure d'amener les entreprises à réorienter leur stratégie vers une meilleure prise en compte des parties prenantes ?

Pour répondre à la première question, nous utiliserons un raisonnement graphique simple, emprunté à Statman (2000). Sur la figure 5 sont représentées les courbes d'offre (S) et de demande (D) de capitaux. On se situe initialement à l'intersection des courbes S_1 et D_1 et l'on compare : (a) l'effet de l'ISR, et (b) l'effet d'une taxe sur le coût du capital, le niveau d'investissement de l'entreprise et la rentabilité pour les actionnaires.

- a) Pour une entreprise « non-vertueuse » l'ISR se traduit par une augmentation du coût de capital lié au déplacement vers la gauche de la courbe d'offre de capitaux (de S_1 vers S_2). En conséquence, des projets d'investissement devront être abandonnés (on passe du niveau I_1 au I_2) mais, dans le même temps, la rentabilité espérée pour les investisseurs qui eux investissent dans l'entreprise augmente (de R_1 vers R_2).²²
- b) Dans le cas où l'Etat fixe une taxe sur les projets polluants par exemple, cela se traduit également par une augmentation du coût du capital, en même temps qu'une diminution de la demande de capitaux (de D_1 vers D_2) et du niveau d'investissement (on passe du niveau I_1 au I_2). Mais, dans ce cas, on n'assiste pas à une augmentation de la rentabilité espérée ; c'est l'Etat qui profite du surplus (*i.e.* la différence entre C_2 et R_2) *via* la taxe.

²² Autrement dit, théoriquement, la stratégie des « *vice funds* » (qui prennent le contre-pied de l'approche ISR et investissent spécifiquement dans les activités liées au tabac, aux jeux, à l'armement, etc.) devrait être payante. Le coté provocateur a réussi à attirer l'attention des médias et, en ce sens, les promoteurs de ces fonds ont atteint leur objectif, mais les encours restent très faibles. De ce fait, il est difficile de vérifier empiriquement le résultat précédent, les conclusions des études de performance n'étant pas vraiment généralisables. Voir Chong, Her et Philips (2006) et Hong et Kacperczyk (2007).

Figure 5. Les effets comparés de l'ISR et de l'action publique sur le coût du capital d'une entreprise polluante



Dans le modèle précédent, on suppose implicitement que l'entreprise ne fait rien pour obtenir les faveurs de l'ISR. Heinkel, Kraus et Zechner (2001) examinent, au contraire, le cas où les entreprises peuvent, au prix d'une augmentation des coûts, transformer leur mode de production. Mais elles n'adoptent un tel comportement que si cela leur permet d'attirer suffisamment d'investisseurs pour diminuer significativement le coût du capital. Dans ce cadre, tout dépend de la part de l'ISR. Les auteurs estiment ainsi qu'au moins un quart des fonds devrait être gérés selon les principes de l'ISR pour que les entreprises polluantes soient incitées à modifier leur processus de production.

Mesurer l'impact des investisseurs ISR sur le coût du capital des entreprises est plutôt une affaire complexe. Néanmoins, empiriquement, on peut se faire une idée assez précise de cet impact en étudiant la réaction des marchés boursiers lors de la reconstitution des indices. Le fait d'appartenir à un indice éthique est-il valorisé par le marché ? A l'inverse être exclu d'un tel indice est-il perçu négativement par les investisseurs ?

Entre 2000 et 2005, les indices DJSI, FTSE4Good et Aspi ont changé à 25 reprises la composition de leurs indices. Plus de 800 valeurs ont ainsi été labellisées « socialement responsable ». Dans le même temps, environ 400 valeurs qui ne satisfaisaient plus aux critères ont été exclues. Capelle-Blancard et Couderc (2009), en utilisant la technique des études d'événements, montrent que ces annonces n'ont pas eu d'impact significatif sur les cours boursiers des entreprises concernées. En revanche, au moment de la reconstitution effective des indices (qui pour des raisons techniques intervient quelques jours après l'annonce), on constate une pression significative – quoique temporaire – sur les prix, signe que les indices éthiques servent de benchmarks et sont répliqués par certains fonds.

5. Conclusion

Cet article insiste sur les problèmes et les défis liés à l'investissement socialement responsable. Parmi les questions soulevées, celle qui nous semble la plus importante, et en même temps la plus complexe, est d'ordre conceptuel : comment définir la responsabilité sociale ? La maximisation de la valeur actionnariale est peut-être une vision trop réductrice, mais nous ne disposons pas (encore) d'alternatives vraiment convaincantes. Quoiqu'il en soit, sans appeler jusqu'à une refonte de la théorie de la responsabilité des entreprises, nous identifions trois champs de recherches qui méritent d'être approfondis : le premier porte sur les stratégies ISR, le deuxième sur les performances ; le troisième sur l'articulation entre réglementation et autorégulation.

Exclusion ou best-in-class ? Il existe un consensus assez large en Europe continentale pour considérer que les approches les plus intéressantes et innovantes en matière d'ISR sont moins celles de l'évitement de certains secteurs d'activité, que celles sélectionnant les entreprises sur le modèle *best-in-class*. Cette approche, défendue notamment par Landier et Nair (2008) a en effet un grand mérite : elle permet aux gérants de fonds de tirer partie de la diversification. Au point d'ailleurs qu'on ne puisse même plus les distinguer des fonds traditionnels ! Fondamentalement, le problème est que la multiplication des critères et les règles *ad hoc* nuit à la cohérence de la stratégie. A l'inverse, les fonds d'exclusion ont le mérite de la simplicité, quitte à ce que cela se traduise par de moindres performances. De même pour les fonds de partage. Au fonds, vouloir absolument concilier performances financières et éthiques, est-ce vraiment l'objectif ? N'est-ce pas un leurre ? N'est-il pas plus « juste » de mettre l'accent sur le sacrifice financier qu'impose la démarche éthique ?

La responsabilité sociale des fonds ISR est-elle de sur-performer le marché ? Parmi les travaux relatifs à l'ISR, ceux qui abordent la question de la performance des indices ou des fonds sont de loin les plus nombreux.²³ Ces travaux considèrent tous que de bonnes performances (relativement aux placements traditionnels) sont de nature à promouvoir l'ISR. Pourtant, théoriquement, ce n'est pas évident. Il convient donc de procéder à un examen critique de cette hypothèse implicite. En effet, des études (*cf.* Bénabou et Tirole, 2006) ont démontré que les incitations monétaires peuvent avoir de nombreux effets pervers ; en particulier, ils découragent les comportements altruistes. Une piste intéressante de recherche serait aussi d'étudier l'effet des performances des fonds ISR sur la demande de fonds.²⁴

Qu'est-ce qui justifie la sanction du marché ? Les entreprises exclues par les gérants de fonds ISR sont souvent déjà l'objet d'une législation contraignante. A l'inverse, les secteurs soutenus par les promoteurs de ISR sont souvent largement subventionnés. C'est, *a priori*, normal dans la mesure où les investisseurs ISR comme le législateur se donne comme objectif d'améliorer le bien être collectif. Cela pose toutefois des problèmes de cohérence globale. Par exemple, doit-on exclure des fonds ISR les entreprises de la sidérurgie qui émettent de grandes quantités de CO₂ ? A priori, oui, si l'on estime que le changement climatique fait peser une grave menace sur les écosystèmes. Toutefois, ces mêmes entreprises paient pour ces émissions ; les externalités négatives sont désormais internaliser

²³ Cette profusion de travaux a d'ailleurs un côté un peu surprenant, tant les réponses convergent. Mais la faisabilité de l'étude (le fait que le sujet se prête à des tests économétriques, la disponibilité de données, etc.) joue évidemment un grand rôle dans le choix des questions à traiter.

²⁴ Sur les déterminants des flux d'investissements vers les fonds ISR, voir Benson et Humphrey (2008). Mais dans leur étude empirique les auteurs ne prennent pas en compte les aspects pro-sociaux.

grâce au marché des permis d'émission. Qu'est ce qui justifie alors qu'elles soient soumises à une double peine ? La défaillance d'un marché (celui des permis) pourtant créée pour corriger les défaillances d'un autre marché (celui de la production d'acier) ? En fait, on peut très bien admettre que l'ISR exerce une pression supplémentaire sur les entreprises, sous la forme d'une nouvelle « discipline de marché », mais il faut dans ce cas être vigilant à ce que l'ISR ne se substitue à l'intervention publique.

Références bibliographiques

- Barnett M.L., & R.M. Salomon, 2006, Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal*, 27(11): 1101-1122.
- Bauer, R., J. Derwall & R. Otten, 2007, The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada, *Journal of Business Ethics*, 70(2): 111-124.
- Bauer, R., K. Koedijk & R. Otten, 2005, International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style, *Journal of Banking and Finance*, 29(7): 1751-1767.
- Bauer, R., R. Otten & A. Tourani Rad, 2006, Ethical Investing in Australia: Is There a Financial Penalty?, *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(1): 33-48.
- Bello Z., 2005, Socially responsible investing and portfolio diversification, *Journal of Financial Research*, 28 (1): 41-57.
- Bénabou, R., & J. Tirole, 2006, Incentives and Prosocial Behavior, *American Economic Review*, 96(5): 1652-1678.
- Benson, K., & J. Humphrey, 2008. Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns, *Journal of Banking and Finance*, 32(9): 1850-1859.
- Capelle-Blancard G. & N. Couderc, 2009, The impact of socially responsible investing? Evidence from stock index redefinitions, *Journal of Investing*, forthcoming.
- Capelle-Blancard, G., K. Laaradh & S. Monjon, 2009, Financial Performances of French SRI Mutual Funds, Working Paper, Université Paris 1 *Panthéon-Sorbonne*.
- Chong J., M. Her & G.M. Philips, 2006, To sin or not to sin? Now that's the question, *Journal of Asset Management*, 6(6): 406-417.
- DiBartolomeo, Dan & Lloyd Kurtz, 1999, Managing Risk Exposures of Socially Screened Accounts, Northfield Working Paper.
- Gregory, A., J. Matatko, & R. Luther, 1997, Ethical Unit Trust Financial Performance: Small Company Effects and Fund Size Effects, *Journal of Business Finance and Accounting*, 24: 705-725.
- Grossman, Blake & William Sharpe, 1986, Financial Implications of South Africa Divestment, *Financial Analysts Journal*, July/August.
- Guerard, J. B., Jr. 1997. Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of Investing*, 6(2): 11-18.
- Hamilton, S., H. Jo & M. Statman, 1993, Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal*, 49 (6): 62-66.
- Hart, O., 1995a, Corporate Governance: Some Theory and Implications, *The Economic Journal*, 105: 678-689.
- Heinkel, R., A. Kraus & J. Zechner, 2001, The Effect of Green Investment on Corporate Behavior, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4): 431-449.
- Hong H. & M. Kacperczyk, 2007, The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets, Working Paper, Princeton University.
- Karpoff J., 2006, The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, Working Paper, University of Washington.
- King, A. & Lenox, M. 2001. Does it Really Pay to be Green? *The Journal of Industrial Ecology*, 5(1): 105-116.
- Kreander, N., G.H. Gray, D.M. Power & C.D. Sinclair, 2005, Evaluating the Performance of Ethical and Non-SRI Funds: A Matched Pair Analysis, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 32(7): 1465-1493

- Kurtz, Lloyd, 1997, The Impact of Social Screening on Growth-Oriented Investment Strategies, *The Journal of Performance Measurement*, Spring 1997.
- Landier A. & V.B. Nair, 2008, Investing for Change: Profit from Responsible Investment, Oxford University Press.
- Lanoie P., S. Ambec & I. Scott, 2007, When and Why Does it Pay to be Green? *Working Paper*, Cirano.
- Laroche P. & J. Allouche, 2008, Corporate Social Responsibility and Firm Performance: A Meta-Analysis, *Working Paper*.
- Luck C & N. Pilotte, 1993, Domini Social Index performance, *Journal of Investing*, Fall.
- Luther, R., J. Matatko & D. Corner, 1992, The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5(4): 57-70.
- Margolis, J. & J. Walsh, 2003, Misery loves company: Rethinking social initiatives by business, *Administrative Science Quarterly*, 48: 268-305.
- Markowitz, H., 1952, Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1): 77-91.
- Moore, M., & A. Reberioux, 2007, « The Corporate Governance of the Firm as an Entity: Old Issue for the New Debate », in Y. Biondi, A. Canziani et T. Kirat (eds.), *The Firm as an Entity: Implications for Economics, Accounting, and Law*, Routledge: 348-374.
- Moskowitz, M., 1972, Choosing Socially Responsible Stocks, *Business and Society Review*, 10: 71-5.
- Orlitzky, M., F.L. Schmidt, & S.L. Rynes, 2003, Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis, *Organization Studies*, 24(3): 403-441.
- Porter M.E. & C. van der Linde, 1995, « Towards a new conception of the environment-competitiveness relationship », *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 97-118.
- Porter M.E. & C. van der Linde, 1995, Towards a new conception of the environment-competitiveness relationship, *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 97-118.
- Rudd, A., 1979, Divestment of South African equities: How risky? *Journal of Portfolio Management*, 5(3): 5.
- Schröder M., 2006, Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices, *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(1-2): 331-348.
- Shleifer A. & R. Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Statman, M. 1987. How many stocks make a diversified portfolio? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22(3): 353-363.
- Statman, M., 2000, Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal*, 56 (3): 30-39.
- Statman, M., 2006, Socially Responsible Indexes: Composition, Performance, and Tracking Errors, *Journal of Portfolio Management*, Spring.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, & C. Paul Wazzan, 1999, The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott, *Journal of Business*, 72(1): 35-89.
- Tirole J., 2001, Corporate Governance, *Econometrica*, 69(1): 1-35.

Appendix

Table A. SRI regulations

Country	SRI related regulations
Australia	<p>In a 2001 bill it is stated that all investment firms' product disclosure statements should include a description of "the extent to which labor standards or environmental, social or ethical considerations are taken into account".</p> <p>Since 2001, all listed companies on the Australian Stock Exchange are required to make an annual social responsibility report.</p>
Belgium	<p>In 2001, Belgium passed the 'Vandebroucke' law, which requires pension funds to report the degree to which their investments take into account social, ethical and environmental aspects.</p>
France	<p>In May 2001, the legislation "New Economic Regulations" came into force requiring listed companies to publish social and environmental information in their annual reports.</p> <p>Since February 2001 managers of the Employee Savings Plans are required to consider social, environmental or ethical considerations when buying and selling shares.</p>
Germany	<p>Since 1991, the Renewable Energy Act gives a tax advantage to closed-end funds to invest in wind energy.</p> <p>Since January 2002, certified private pension schemes and occupational pension schemes 'must inform the members in writing, whether and in what form ethical, social, or ecological aspects are taken into consideration when investing the paid-in contributions'.</p>
Italy	<p>Since September 2004 pension funds are required to disclose non-financial factors (including social, environmental and ethical factors) influencing their investment decisions.</p>
Netherlands	<p>In 1995, the Dutch Tax Office introduced a 'Green Savings and Investment Plan', which applies a tax deduction for green investments, such as wind and solar energy, and organic farming.</p>
Sweden	<p>Since January 2002, Swedish national pension funds are obliged to incorporate environmental and ethical aspects in their investment policies.</p>
UK	<p>In July 2000, the Amendment to 1995 Pensions Act came into force, requiring trustees of occupational pension funds in the UK to disclose in the Statement of Investment Principles "the extent (if at all) to which social, environmental and ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realization of investments".</p> <p>The Trustee Act 2000 came into force in February 2001. Charity trustees must ensure that investments are suitable to a charity's stated aims, including applying ethical considerations to investments.</p> <p>In 2002, The Cabinet Office in the UK published the Review of Charity Law in 2002, which proposed that all charities with an annual income of over £1 m should report on the extent to which social, environmental and ethical issues are taken into account in their investment policy. The Home Office accepted these recommendations in 2003.</p> <p>The Association of British Insurers (ABI) published a disclosure guideline in 2001, asking listed companies to report on material social, environmental and ethical risks relevant to their business activities.</p>
US	<p>Section 406 of the Sarbanes-Oxley Act, which came into effect in July 2002, requires companies to disclose a written code of ethics adopted by their CEO, chief financial officer and chief accountant.</p>

This table summarizes the regulatory initiatives regarding SRI taken by national government in western countries. *Source* : Renneboog, Horst, Zhang (2008).

Table B. SRI screens

Screens	Definitions
Tobacco	Avoid manufacturers of tobacco products
Alcohol	Avoid firms that produce, market, or otherwise promote the consumption of alcoholic beverages
Gambling	Avoid casinos and suppliers of gambling equipment
Defense/weapons	Avoid firms producing weapons for domestic or foreign militaries, or firearms for personal use
Nuclear power	Avoid manufacturers of nuclear reactors or related equipment and companies that operate nuclear power plants
Irresponsible foreign operations	Avoid firms with investments in government-controlled or private firms located in oppressive regimes or firms which mistreat the indigenous peoples of developing countries
Pornography/adult entertainment	Avoid publishers of pornographic magazines; production studios that produce offensive video and audio tapes; companies that are major sponsors of graphic sex and violence on television
Abortion/birth control	Avoid providers of abortion; manufacturers of abortion drugs and birth control products; insurance companies that pay for elective abortions (where not mandated by law); companies that provide financial support to Planned Parenthood
Labor relations and workplace conditions	Seek firms with strong union relationships, employee empowerment, and/or employee profit sharing. Avoid firms exploiting their workforce and sweatshops
Employment diversity	Seek firms pursuing an active policy related to the employment of minorities, women, gays/lesbians, and/or disabled persons who ought to be represented amongst senior management
Corporate governance	Seek companies demonstrating “best practices” related to board independence and elections, auditor independence, executive compensation, expensing of options, voting rights and/or other governance issues. Avoid firms with antitrust violations, consumer fraud, and marketing scandals
Business practice	Seek companies committed to sustainability through investments in R&D, quality assurance, product safety
Human rights	Seek firms promoting human rights standards. Avoid firms which are complicit in human rights violations
Environment	Seek firms with proactive involvement in recycling, waste reduction, and environmental cleanup. Avoid firms producing toxic products, and contributing to global warming
Animal testing	Seek firms promoting the respectful treatment of animals. Avoid firms with animal testing and firms producing hunting/trapping equipment or using animals in end products
Renewable energy	Seek firms producing power derived from renewable energy sources
Biotechnology	Seek firms that support sustainable agriculture, biodiversity, local farmers, and industrial applications of biotechnology. Avoid firms involved in the promotion or development of genetic engineering for agricultural applications
Community involvement	Seek firms with proactive investments in the local community by sponsoring charitable donations, employee volunteerism, and/or housing and educational programs
Shareholder activism	The SRI funds that attempt to influence company actions through direct dialogue with management and/or voting at Annual General Meetings
Non-married	Avoid insurance companies that give coverage to non-married couples
Healthcare / pharmaceuticals	Avoid healthcare industries (used by funds targeting the “Christian Scientist” religious group)
Interest-based financial institutions	Avoid financial institutions that derive a significant portion of their income from interest earnings (on loans or fixed income securities). (Used by funds managed according to Islamic principles)
Pork producers	Avoid companies that derive a significant portion of their income from the manufacturing or marketing of pork products. (Used by funds managed according to Islamic principles)

This table summarizes the investment screens used by SRI mutual funds. *Source:* From Renneboog, Horst, Zhang (2008). Data are compiled from Social Investment Forum (2003, p. 42) and the Natural Capital Institute (www.responsibleinvesting.org).

Table C. SRI funds performance: A survey of empirical studies

Auteurs	Echantillon	# fonds ISR (non-ISR)	Modèle	Résultat principal	Détail des conclusions
Luther et al. (1992)	UK (1984-90)	15 (0)	CAPM	ns	Average α_{SRI} is 0.03%. Small cap bias.
Hamilton et al. (1993)	US (1981-90)	32 (320)	CAPM	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.06% (-0.14%) before 1985 and -0.28% (-0.04%) after.
Luther & Matatko (1994)	UK (1984-92)	9 (0)	CAPM	ns	Average α_{SRI} and $\alpha_{non-SRI}$ are not different from 0 in average. Small cap bias.
Mallin et al. (1995)	UK (1986-93)	29 (29)	CAPM	ns	α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) ranges from -0.28% to 1.21% (-0.41% to 1.56%).
Gregory et al. (1997)	UK (1986-94)	18 (18)	2-factors	ns	α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) ranges from -0.71% to 0.24% (-0.40% to 0.51%). Small cap bias.
Sauer (1997)	US (1991-94)	110 (0)	CAPM	ns	α of the Domini Social Equity mutual fund is -0.12% or 0.02% according to the benchmark (Vanguard Index Extended or VI 500).
Reyes & Grieb (1998)	US (1986-95)	15 (15)	Cointegration	ns	SRI and Non-SRI funds monthly returns are not cointegrated.
Goldreyer et al. (1999)	US (1981-97)	49 (180)	CAPM	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.04% (0.23%). SRI funds using positive screens consistently outperform those without (α is -0.01% and -0.07%, respectively).
Havemann & Webster (1999)	UK (1988-98)	15 (15)	Stat.	ns	Lower risk and lower return.
Cummings (2000)	Australia (1986-94)	7 (0)	3-facteurs	ns	α_{SRI} ranges from -0.6% to 0.2%. Older trusts (established in 1986) outperformed the other trusts.
Statman (2000)	US (1990-98)	31 (62)	CAPM	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.42% (-0.62%). Average α_{SRI} is -0.48% when using DSI as benchmark.
Foerster & Asmundson (2001)	Canada (1995-99)	6 (0)	CAPM	ns	Financial performance is not significantly different from market benchmark (TSE300).
Otten & Koedijk (2001)	Netherlands (1994-00)	4 (4)	CAPM	ns	Financial performance is not significantly different from non-SRI funds.
Tippet (2001)	Australia (1991-98)	3 (0)	CAPM	–	The average of the three largest Australian ethical mutual funds significantly under-performed the All Ordinaries index by 1.5% per year.
Turcotte et al. (2001)	France (1994-98)	7 (0)	Stat.	ns	Financial performance is not significantly different from market benchmark (CAC 40).
Benjaminson & Westerdahl (2002)	Sweden (1999-02)	9 (0)	CAPM	ns	α_{SRI} ranges from -0.046% to 0.058%. Older funds seem to perform better than funds launched more recently.

Auteurs	Echantillon	# fonds ISR (non-ISR)	Modèle	Résultat principal	Détail des conclusions
Plantinga & Scholtens (2002)	Belg. Fra. Nld. (1994-00)	– (784)	Style	ns	Most funds have a significant exposure to the SRI index.
Young & Proffitt (2003)	US (2000-03)	32 (0)	Stat.	ns	Financial performance is not significantly different from market benchmark (Morningstar).
Burlacu et al. (2004)	US (1997-02)	50 (1688)	CAPM	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.03% (-0.04%). Neither type of fund displayed any ability to time the market.
Miglietta (2004)	Europe (1996-04)	65 (0)	FF	–	Underperformance. Small cap bias.
Muñoz et al. (2004)	Spain (2000-02)	12 (0)	CAPM	ns	α_{SRI} ranges from -0.57% to 0.04% (FTSE4Good as benchmark) and -0.32 to 0.11%. 9 out of the 12 are negative.
Schröder (2004)	US, Ger. & Swtz. (1990-02)	46 (0)	FF	ns	α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) ranges from -2.06% to 0.87% (-0.41% to 1.56%). 38 out of the 46 are negative.
Bello (2005)	US (1994-01)	42 (84)	CAPM	ns	α_{SRI} ranges from -0.87% to 0.99% (DSI as benchmark) and from -0.91% to 1.08% (S&P 500 as benchmark). Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.09% (-0.17%) with DSI as benchmark and -0.10% (-0.16%) with S&P 500 as benchmark.
Kreander et al. (2005)	Europe (1996-98)	40 (40)	CAPM	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is 0.20% (0.12%). Neither type of fund displayed any ability to time the market.
Bauer et al. (2005)	Ger., UK & US (1990-01)	103 (4384)	FFC	ns	Average α_{SRI} is 0.29%, 0.09% and -0.05% for Germany, UK domestic and US domestic funds. Higher expense ratio for SRI funds. Small cap bias and growth orientation.
Gregory & Whittaker (2005)	UK (1989-02)	32 (5)	FFC	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.1% (-0.1%) for domestic and international funds. For domestic funds, past 'winning' SRI funds outperform 'losing' SRI funds to a greater extent than their control portfolio counterparts.
Scholtens (2005)	Netherlands (2001-03)	12 (0)	CAPM	ns	The performance differential between SRI and non-SRI funds is not statistically significant. SRI funds seem to be tilted toward value stocks.
Barnett & Salomon (2006)	US (1972-02)	61 (0)	CAPM	U-shaped	As the number of social screens used by an SRI fund increases, financial returns decline at first, but then rebound as the number of screens reaches a maximum. Community relations screening increased financial performance, but environmental and labor relations screening decreased financial performance.
Bauer et al. (2006)	Australia (1992-03)	25 (281)	FFC	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -2.17% (-0.61%) for domestic and -1.42% (-4.40%) for international funds.
Chong et al. (2006)	US (2002-05)	VICEX (DSEFX)	CAPM-ARCH	ns	The Vice Fund (VICEX) has outperformed both the Domini Social Equity Fund and the S&P500 Index (AVICEX = 8.64%), while the Domini Social Equity Fund has underperformed (A = -0.84%, ns).

Auteurs	Echantillon	# fonds ISR (non-ISR)	Modèle	Résultat principal	Détail des conclusions
Geczy et al. (2006)	US (1963-01)	34 (860)	> 4 facteurs	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is 0.21% (0.08%). The SRI constraint imposes large costs. Restricting the SRI universe to the funds that screen out “sin” stocks (e.g. alcohol, tobacco or gambling) increases the monthly cost of the SRI constraint by 10 basis points or more.
Lozano et al. (2006)	Spain (2000-03)	14 (0)	Stat.	ns	Financial performance is not significantly different from market benchmark.
Mill (2006)	UK (1996-04)	1 (3)	FF	ns	Examines the financial performance of a UK unit trust that was initially “conventional” and later adopted SRI principles. Mean risk-adjusted performance is unchanged by the switch to SRI.
Bauer et al. (2007)	Canada (1994-02)	8 (267)	> 4 facteurs	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.21% (-0.18%).
Girard et al. (2007)	US (1984-03)	117 (0)	Style		SRI funds have less diversification. SRI fund managers showed poor stock selection and market timing.
Jones et al. (2007)	Australia (1986-05)	89 (9278)	FFC	–	SRI funds significantly underperform the market in Australia, particularly during the period 2000-2005. Average α_{SRI} is -0.07% over the whole sample period and -0.12% in 2000-2005.
Scholtens (2007)	Netherlands (2001-05)	7 (0)	FF	ns	α_{SRI} ranges from -0.11% to 0.02%.
Gil-Bazo et al. (2008)	US (1997-05)	> 61 (> 1100)	FFC	+	SRI funds may outperform their conventional peers, but only when they are operated by management companies specialized in the management of SRI funds.
Derwall & Koedijk (2008)	US (1987-03)	24 (5)	> 4 facteurs	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -1.08% (-1.28%) for pure bond funds and 0.11% (-1.25%) for balanced funds.
Fernandez-Izquierdo & Matallin-Saez (2008)	Spain	13 (2051)	Style	ns	Average α_{SRI} ($\alpha_{non-SRI}$) is -0.03% (-0.02%) with net returns and -0.01% (-0.04%) with gross returns.
Renneboog et al. (2008)	17 pays (1991-03)	440 (16036)	FFC	– / ns	SRI funds in the US, the UK, and in many continental European and Asia-Pacific countries underperform their domestic benchmarks by -2.2% to -6.5%. In France, Japan and Sweden, the risk-adjusted returns of SRI and non-SRI funds are not statistically different. Moreover, SRI investors are unable to identify the funds that will outperform, whereas they show some ability in identifying funds that will perform poorly. Finally, corporate governance and social screens yield lower risk-adjusted returns.