

Typologie, rendement et risque des fonds ISR

Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES

par :

Silvia MARTINS SANTOS

Conseiller au travail de Bachelor :

Jean-Michel SAHUT

Genève, 19 août 2011

Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)

Filière EES

Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute école de gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre de Bachelor en Economie d'Entreprise avec spécialisation « Banque et Finance ». L'étudiant accepte, le cas échéant, la clause de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle du conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seule le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Genève, le 19 août 2011

Silvia Martins Santos

.....

Remerciements

Je remercie toutes les personnes qui ont contribué d'une façon ou d'une autre à la réalisation de mon travail.

Premièrement, je remercie Monsieur Sahut, d'avoir accepté d'être mon répondant. Il m'a beaucoup orientée, notamment dans l'étape initiale de mon travail et m'a apporté des critiques constructives.

Je remercie également, Mlle Sylvie Fernandes de la société Bridport pour m'avoir fourni de nombreuses informations et conseils.

Sommaire

Mon travail se basera sur la réalisation d'une typologie des Fonds ISR, cela dans le but de faciliter l'analyse des performances et du couple rendement/risque de ceux-ci.

La forte augmentation des fonds ISR ces dernières années est l'application du concept de développement durable qui est actuellement en plein essor. Les entreprises sont de plus en plus soumises à des pressions telles que des attentes sociales, environnementales ou encore de la part des parties prenantes. S'investir dans le développement durable leur permet donc l'amélioration de leur image, de leur crédibilité et de se différencier ainsi de leurs concurrents. Ces points seront donc initialement abordés dans mon travail afin de mieux comprendre le concept des fonds ISR.

Cependant à ce jour, ces deux concepts restent vagues. En effet, les critères ne sont pas standardisés et se fondent souvent sur des mesures totalement différentes et parfois peu crédibles. De même, les approches de sélection sont elles aussi variées. Il est donc important dans un premier temps de définir ce qu'est un fond ISR et réaliser une typologie : quels sont les grands types de fonds ISR regroupant des caractéristiques ou stratégies similaires ?

Afin d'avoir une bonne représentation de la réalité, il est nécessaire d'en sélectionner un nombre important.

Je choisirai ensuite un fond représentatif de chaque catégorie pour effectuer une analyse des performances financières en fonction de différents horizons temporels (1an, 3ans, 5ans), permettant ainsi d'analyser également la résistance de leur performance durant la crise de 2008.

Cette étude comprendra l'analyse des rendements et du rapport rendement/risque des fonds ISR, en comparaison avec leurs indices de référence durant ces mêmes périodes.

Dans la synthèse, j'aborderai des problématiques telles que l'horizon temps, le rôle des intermédiaires financiers ainsi que l'absence de réglementation au sein des fonds ISR. J'essayerai également de répondre à des questions telles que : est-ce qu'ils permettent réellement une meilleure résistance aux crises en terme de performance ? Sont-ils finalement comparables à des indices de référence ?

Table des matières

Déclaration.....	i
Remerciements	ii
Sommaire.....	iii
Table des matières.....	iv
Liste des Tableaux.....	v
Liste des Figures.....	vi
1. Introduction	1
1.1 Les piliers du Développement durable	2
1.2 Pourquoi les entreprises s'impliquent-elles dans le développement durable ?	5
1.3 Qu'est-ce qu'un fonds ISR ?	7
2. Analyse et typologie des Fonds ISR	9
2.1 Approches de sélection	9
2.2 Sélection des fonds	11
2.3 Analyse des méthodologies de sélection des fonds ISR	12
2.4 Essai de classification des fonds	15
3. Analyse des performances des Fonds ISR vs Indice de référence.....	16
3.1 Allianz Valeurs Durables – approche Exclusion	17
3.2 Euro Capital Durable – approche Best-in-class	19
3.3 BNP Paribas Ethéis – approche Thématique	22
3.4 Euro Active Investors – approche Engagement	25
4. Analyse du couple Rendement/Risque des Fonds ISR vs Indice de référence	27
4.1 Allianz Valeurs Durables – approche Exclusion	28
4.2 Euro Capital Durable – approche Best-in-class	28
4.3 BNP Paribas Ethéis – approche Thématique	29
4.4 Euro Active Investors – approche Engagement	30
5. Synthèse	31
5.1 Synthèse de l'analyse	31
5.2 Recommandations	33
6. Conclusion.....	36
7. Bibliographie	38
Annexe 1	40
Annexe 2	41
Annexe 3	42
Annexe 4	43
Annexe 5	44

Liste des Tableaux

Tableau 1	Performances absolues du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index	18
Tableau 2	Performances absolues du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index	21
Tableau 3	Performances absolues du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index	24
Tableau 4	Performances absolues du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600	26
Tableau 5	Ratios rendement/risque du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index	28
Tableau 6	Ratios rendement/risque du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index	28
Tableau 7	Ratios rendement/risque du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index	29
Tableau 8	Ratios rendement/risque du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600	30

Liste des Figures

Figure 1	Les trois piliers du développement durable	3
Figure 2	Répartition des fonds	15
Figure 3	Graphique du fonds Allianz Valeurs Durables vs MSCI Europe Index ..	17
Figure 4	Performances relatives du fonds Allianz Valeurs Durables vs MSCI Europe Index.....	17
Figure 5	Graphique du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index	19
Figure 6	Performances relatives du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index	20
Figure 7	Graphique du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index.....	22
Figure 8	Performances relatives du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index	23
Figure 9	Graphique du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600	25
Figure 10	Performances relatives du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600	26

1. Introduction

Tout au long de mon parcours à l'Haute Ecole de Gestion, deux sujets m'ont intéressé particulièrement. La finance en général et le développement durable. J'ai donc choisi d'intégrer l'orientation Banque et Finance. Lors des cours suivis, j'ai eu l'opportunité de rencontrer différentes problématiques du monde financier. Le développement durable quant à lui a été très peu ou quasiment pas abordé dans ces différents cours. J'ai suivi une conférence intitulée « La finance environnementale » au sein de l'HEC qui a d'autant plus éveillé ma curiosité quant au lien entre ces deux sujets.

Le choix de mon travail de Bachelor s'est porté sur les fonds ISR car ces derniers sont la forme la plus concrète de la mise en relation du concept de développement durable et de la finance. Dans un système économique tel que nous le connaissons actuellement, la mise en œuvre du développement durable est inévitablement liée au secteur financier. Qui d'autre mieux que les banques et les entreprises ont le pouvoir de l'appliquer ?

Cependant, la mesure des fonds autres que financiers et la comparabilité avec d'autres types d'investissement rendent cette relation très complexe. De plus, ce concept est souvent utilisé à des fins marketing et non pas à des fins de développement durable en soit.

Actuellement, le rendement espéré sur les actions est de l'ordre de 15% annuel alors que la croissance mondiale est à peine d'environ 5%. On constate là une incohérence, qui est due à la vision à court-terme des investisseurs.

Cette étude n'est pas seulement une analyse pure des fonds ISR mais également une piste de réflexion sur l'avenir de la finance et de l'économie en général. Que faut-il changer pour que les fonds ISR ne soient pas qu'un marché de niche mais qu'ils soient entièrement intégrés dans la finance traditionnelle ?

1.1 Les piliers du développement durable

Le développement durable est le point commun à tous les Fonds ISR. Néanmoins, ce concept reste encore flou de nos jours. Il est donc important dans un premier temps de donner une définition de ce concept en mettant en avant les piliers qui le constituent.

Le concept tel que nous le connaissons aujourd'hui a fait ses premiers pas au début des années 1900 et a donc mis presque un siècle à émerger. Une première définition du développement durable a été proposée par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement dans le rapport Brundtland :

« Le développement durable est un mode de développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs. »¹

Il y a dans cette définition deux notions essentielles :

Le fait de répondre aux besoins actuels et futurs englobe donc une notion de limitation des ressources naturelles et de la capacité de l'environnement. La durabilité passe donc par une bonne gestion de nombreux paramètres, dans le but de diminuer ou même de supprimer les impacts négatifs sur le futur à tous les niveaux.

A cela s'ajoute la notion d'équité « intergénérationnelle », c'est-à-dire de ne pas reporter les conséquences négatives de nos actes sur les générations futures, et d'également tenir compte des besoins futurs dans la prise de décisions actuelle. Cette notion reste très ambiguë, d'une part, parce que les décisions prises maintenant qui nous semblent être les meilleures ne le seront pas forcément dans le futur et d'autre part, les besoins d'aujourd'hui ne seront peut être pas les mêmes demain. En effet, l'être humain est en perpétuel changement et évolution.

Les principales difficultés résident dans l'application du concept et dans les mesures de performances et de comparaison. La croissance de l'application du concept passe par la standardisation des rapports de développement durable. GRI (Global Reporting Initiative), est le pionnier dans ce domaine. Il publie un guideline qui détermine des principes fondamentaux et des indicateurs de performances destiné aux entreprises. Ce dernier est utilisé pour réaliser près de 80% des rapports de développement durable des 250 plus grandes sociétés mondiales.

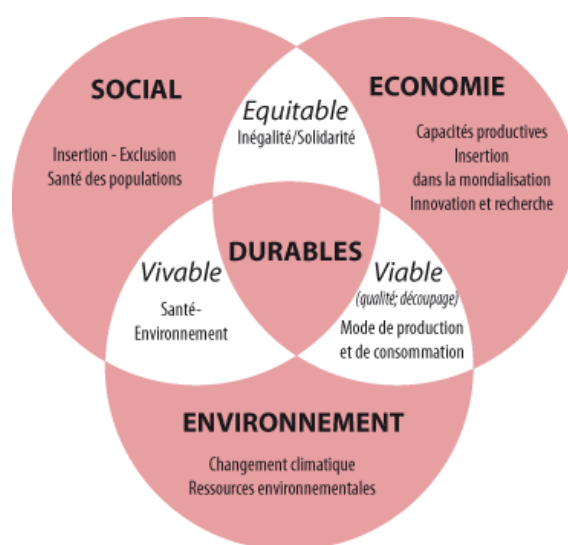
¹ http://fr.wikipedia.org/wiki/D%C3%A9veloppement_durable (consulté le 13.04.2011)

Malgré que la standardisation reste très complexe dû à la différence entre les secteurs d'activité des entreprises et leurs méthodes de mesure des performances extra financières, ces reportings facilitent les analyses de comparaison, pour autant que les conditions suivantes soient remplies : « *utilisation de critères et indicateurs similaires, clarté et exhaustivité des informations, qualité des données divulguées et suivi des mêmes normes de reporting* »² Ces mêmes conditions et problématiques s'appliquent aux fonds éthiques. En effet, ces derniers ont besoin de mesurer et de comparer les performances afin d'effectuer la sélection des entreprises dans lesquelles ils vont investir.

Les nombreuses actions du développement durable se fondent principalement sur trois dimensions qu'on appelle les trois piliers du développement durable, illustrés sur la figure ci-dessous :

Figure 1

Les trois piliers du développement durable



source : <http://www.ideeneo.fr/etre-actif-au-quotidien/gestes-durables>

² Olivier Boiral, Peut-on mesurer les performances de développement durable?, 2010, p.1

Le développement durable est une notion vague mais qui reflète une prise de conscience suite à différents événements tels que des crises ou catastrophes naturelles. Ces événements sont, entre autres, la répercussion de la négligence des aspects environnementaux et sociaux lors de l'industrialisation où seul l'aspect économique a été pris en considération. C'est seulement depuis environ une cinquantaine d'années que nous avons vraiment eu connaissance des impacts écologiques.

Nos sociétés font maintenant face aux conséquences des excès commis par les générations passées. Le but du développement durable est avant tout de ne pas commettre ces mêmes erreurs. Pour cela, un changement dans la mentalité des investisseurs est nécessaire.

Lorsque le développement durable est appliqué à la finance, à travers les fonds éthiques, une des questions cruciales est celle de l'horizon temporel. En effet, l'investissement dans le développement durable est censé être un investissement à long terme d'après la logique de durabilité. Cependant, à l'heure actuelle, la vision des investisseurs est plutôt court-termiste. L'être humain a de la peine à se projeter à long terme et recherche plutôt le profit immédiat.

1.2 Pourquoi les entreprises s'impliquent-elles dans le développement durable ?

Malgré que le concept soit encore flou et difficile à appliquer, les entreprises cherchent de plus en plus à s'investir dans le développement durable. A la source de leur motivation pour un tel investissement, il y a soit : « *un réel engagement de l'entreprise qui promeut ainsi certaines valeurs* »³ soit « *une démarche « marketing » ou « stratégique » à destination des parties prenantes, dans l'objectif d'améliorer la performance de l'entreprise ou de la justifier. En effet, la firme peut se servir du développement durable pour séduire les consommateurs..* »⁴

Nous assistons en ce moment à une prise de conscience au niveau global. Les clients et institutions exercent de plus en plus de pression sur leurs fournisseurs et sous-traitants afin qu'ils s'engagent dans le développement durable. Les entreprises cherchent à être légitimes face à la société et à communiquer avec leurs différentes parties prenantes par le biais d'une telle implication. Cette dernière amène différents avantages à l'entreprise. D'une part, cela entraîne l'amélioration de l'image et de la réputation de celle-ci et lui permet de se différencier de la concurrence même si c'est de moins en moins le but principal.

D'autre part, les rapports facilitent la gestion interne quant aux politiques sociales et environnementales à travers les différentes certifications ISO par exemple. A l'interne également, cela peut permettre aux entreprises de promouvoir leur engagement dans le développement durable auprès des employés et de leur communiquer leurs priorités dans ce domaine et ainsi renforcer la satisfaction et la motivation de leurs collaborateurs.

³ Sandrine Boulerne, Jean-Sebastien Lantz, Jean-Michel Sahut, Crise, longévité et durabilité des entreprises

⁴ Sandrine Boulerne, Jean-Sebastien Lantz, Jean-Michel Sahut, Crise, longévité et durabilité des entreprises

L'application du développement durable au sein des entreprises est appelée plus communément la « Responsabilité Sociale des Entreprises » (RSE) :

*« La responsabilité sociétale des entreprises (RSE) est la contribution des entreprises aux enjeux du développement durable. La démarche consiste pour les entreprises à prendre en compte les impacts sociaux et environnementaux de leur activité pour adopter les meilleures pratiques possibles et contribuer ainsi à l'amélioration de la société et à la protection de l'environnement. La RSE permet d'associer logique économique, responsabilité sociale et écoresponsabilité. »*⁵

La RSE est encouragée par de nombreux organismes internationaux tels que l'OCDE, l'ONU et l'Unicef. Pour concrétiser davantage cet engagement, une nouvelle norme ISO a été créée en novembre 2010, la norme ISO 26000.

*« La norme ISO 26000 est une norme ISO relative à la responsabilité sociétale des organisations, c'est-à-dire qu'elle définit comment les organisations peuvent et doivent contribuer au développement durable. »*⁶

Cette norme constitue la première définition de la RSE à l'échelle mondiale et contient les lignes directrices pour tous types d'organisations quelle que soit leur taille ou leur localisation et aborde sept questions centrales :

- Droits de l'homme
- Relations et conditions de travail
- L'environnement
- Loyauté des pratiques
- Questions relatives aux consommateurs
- Communautés et développement local
- Gouvernance de l'organisation

Ces sept points sont le fondement du concept du développement durable dans son ensemble. La certification à cette norme peut également devenir un critère de sélection mais celle-ci étant encore relativement récente n'est pas encore intégrée dans l'analyse extra-financière des fonds ISR que j'ai étudiés.

⁵<http://www.developpement-durable.gouv.fr/Responsabilite-societale-des.html>
(consulté le 02.05.2011)

⁶ http://fr.wikipedia.org/wiki/ISO_26000 (consulté le 02.05.2011)

1.3 Qu'est-ce qu'un fonds ISR ?

Comme pour le développement durable, la définition des fonds ISR est encore floue. En effet, plusieurs termes les caractérisent, comme « sociaux », « éthiques », « responsables », ce qui rend difficile leur catégorisation.

Voici une définition de l'ISR proposée par Eurosif :

« L'Investissement Socialement Responsable (ISR) est un terme générique couvrant tout type d'investissement qui allie les objectifs financiers des investisseurs avec leurs préoccupations face aux questions environnementales, sociétales et de gouvernance (ESG) »⁷

Les fonds ISR sont des outils financiers permettant d'intégrer le concept du développement durable. A l'origine du concept des fonds ISR, il y a eu des fonds permettant aux investisseurs d'investir selon des principes religieux tels que les fonds islamiques. Créés depuis 1999, ces derniers sont des produits financiers respectant certains critères de la Charia (loi islamique) et excluant les secteurs d'activité qui ne sont pas conformes à ses principes, tels que l'industrie du tabac, de la pornographie etc. Cependant, les tous premiers fonds dits « éthiques » ont été créés aux Etats-Unis dans les années 1920.

D'après une étude réalisée par Vigeo (agence de mesure de responsabilité sociale en Europe), en 2010, le nombre de fonds ISR en Europe est passé de 683 à 879 entre 2008 et 2009, soit 29% de plus. La France est le leadership avec 36% des avoirs sous gestion (AUM) européens. Mais d'autres pays ont également eu une croissance considérable, la Belgique (+59%), la Suisse (+40%), et l'Allemagne (+34%).⁸

Selon la dernière étude d'Eurosif (réseau européen de promotion des Fonds ISR), datant de 2010, les investisseurs institutionnels représentent environ 92% du total des actifs des fonds ISR. Les fonds de pension, les fonds de réserve et les compagnies d'assurance en sont les principaux investisseurs. Le marché de l'investissement socialement responsable représente environ 7600 milliards d'euros au niveau mondial dont 5000 milliards en Europe.⁹

⁷ Eurosif, Étude ISR Europe et France, version française, 2010

⁸ Vigeo, Green, Social and Ethical Funds in Europe.2010 Review

⁹ Eurosif, Étude ISR Europe et France, version française, 2010

La crise financière de 2008 a eu inévitablement un impact sur le secteur de l'ISR mais dans l'ensemble, il semble que les fonds ISR n'aient pas plus souffert de cette crise que n'importe quel autre actif traditionnel.

Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), développés par les Nations Unies en 2006, offrent une structure pour les investisseurs qui cherchent à remplir leurs obligations de gestionnaires de fonds en intégrant les facteurs ESG dans leurs stratégies d'investissement. Ainsi, ceux qui signent le PRI s'engagent de la façon suivante :

*« En tant qu'investisseurs institutionnels, nous avons le devoir d'agir au mieux des intérêts à long terme de nos bénéficiaires. Dans ce rôle fiduciaire, nous estimons que les questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG) peuvent influencer sur la performance des portefeuilles d'investissement (à des degrés divers selon les entreprises, les secteurs, les régions, les classes d'actifs et le moment). Nous sommes en outre convaincus que l'application de ces Principes pourra mettre les investisseurs mieux en phase avec les grands objectifs de la société. »*¹⁰

Voici encore une autre forme, pour les gérants de fonds d'avoir une certaine structure et crédibilité envers les investisseurs face à la définition vague des fonds ISR.

¹⁰ <http://www.unpri.org/principles/french.php> (consulté le 10.05.2011)

2. Typologie des Fonds

2.1 Approches de sélection

Sous le nom Investissement socialement responsable (ISR), on retrouve deux types de fonds distincts :

- Les fonds « socialement responsables », qui investissent dans les entreprises ayant les meilleures pratiques selon les critères ESG. Les deux principales stratégies à l'intérieur de ce groupe sont les fonds thématiques et les fonds best-in-class.
- Les fonds « éthiques », qui pour des raisons religieuses (fonds islamiques) ou morales, excluent de leurs investissements certains secteurs d'activité comme l'armement, le tabac ou encore l'alcool. Dans ce groupe on retrouve principalement les fonds d'exclusion.

Selon Eurosif, les investisseurs peuvent avoir recours au Core ISR (fonds ESG) et au Broad ISR (fonds éthiques et engagement) à travers différentes stratégies à l'intérieur de ces deux segments. Ce sont simplement deux autres termes destinés à faire la distinction entre ces deux grands groupes de fonds.¹¹

Il faut savoir que certaines stratégies sont plus utilisées que d'autres dans certains pays, ceci est dû aux différences culturelles. Par exemple, le Royaume-Uni, les Pays-Bas ou généralement les pays nordiques pratiquent plutôt les stratégies Broad ISR, alors que le marché français favorise généralement l'approche Core ISR. Il se peut, néanmoins, que deux fonds ayant une stratégie de base identique adoptent des processus de gestion et des méthodologies de notation extra-financière très différentes.

De plus, la distinction entre les stratégies Core et Broad ISR n'est pas facile car ce sont des stratégies complémentaires et non incompatibles. BNP Paribas Asset Management a un processus de sélection best-in-class pour ses fonds mais exclu tout de même certains secteurs d'activité comme le tabac, l'alcool et l'armement par exemple.

¹¹ Eurosif, Étude ISR Europe et France, version française, 2010

Afin de pouvoir réaliser la classification des fonds, voici les quatre principales approches que j'ai retenues :

- **Exclusions éthiques et/ou normatives :**

Exclusions éthiques : ce sont des exclusions pour lesquelles plus de deux critères négatifs sont appliqués (fondés en général sur des normes environnementales, sociales, éthiques, et législatives). Les secteurs d'activité concernés sont principalement la pornographie, le tabac, l'armement, le jeu d'argent et l'alcool.

Exclusions normatives : exclusion d'entreprises en fonction de leur non-respect des normes ou conventions internationales mises en place par l'OCDE, l'ONU, l'UNICEF etc. Par exemple, une entreprise faisant travailler des enfants violerait donc les règles et serait alors exclue.

- **Best-in-Class :**

L'approche Best-in-Class sélectionne les entreprises les plus performantes en ce qui concerne les enjeux ESG, c'est-à-dire celles qui ont les meilleures pratiques dans leur secteur ou dans un univers de base tel qu'un indice boursier. Comme par exemple dans l'utilisation de l'eau ou les émissions de dioxyde de carbone. Il existe également un sous ensemble dans cette approche qui est le « best effort » qui veut dire que la note extra-financière de la société s'est considérablement améliorée ou montre une amélioration potentielle.

- **Thématique:**

Les fonds thématiques ISR sont investis en grande partie dans des entreprises dont les principales activités sont les énergies renouvelables comme l'énergie éolienne, solaire ou géothermique. Des fonds thématiques sur la santé ou l'alimentation ont également été créés récemment.

- **Engagement :**

Le fonds est un actionnaire actif et peut exiger des entreprises une responsabilité sociale plus forte au niveau environnemental, social et gouvernemental par un dialogue direct ou dans l'exercice des droits de vote aux assemblées générales. Sous cette catégorie se trouvent également les « fonds solidaires » qui s'engagent directement dans le développement durable en finançant ou en faisant don des dividendes à certaines fondations par exemple.

2.2 Sélection des fonds

Mon analyse s'est portée sur la liste des fonds ISR disponible sur le site Novethic, qui est « *un média sur le développement durable et un centre de recherches sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE)* »¹².

Parmi les 307 fonds disponibles¹³, j'ai tout d'abord réalisé une première sélection des fonds ISR qui investissent en actions car c'est la classe d'actifs la plus répandue dans les fonds ISR. J'ai alors obtenu un total de 168 fonds.

J'ai ensuite procédé à une deuxième sélection, qui était de choisir les fonds qui existaient depuis minimum 5 ans et de ce fait prendre en considération les fonds qui ont traversé la crise de 2008. Le but étant d'analyser leur résistance par rapport à leur benchmark durant celle-ci.

J'ai également exclu de ma sélection les « fonds nourriciers » qui investissent leurs actifs dans un autre fonds, appelé fonds maître, leurs approches d'investissement étant de ce fait, identiques. Ainsi que les fonds de fonds et les fonds pour lesquels aucun processus ISR n'a été trouvé. L'analyse s'est donc réalisée sur 64 fonds qui correspondent à ces trois critères de sélection.

Pour chaque fonds, j'ai pris connaissance de sa stratégie d'investissement décrite dans son prospectus d'investissement et de la description du Processus ISR disponibles sur le site Novethic. Je les ai comparés et classés dans une des quatre approches que j'ai déterminées précédemment. J'ai rapidement constaté, que souvent les fonds n'utilisent pas qu'une seule approche mais plusieurs. Par exemple, les fonds BNP Paribas cumulent souvent trois types d'approches différentes dans leur sélection, à savoir l'exclusion éthique et l'exclusion normative mais ce sont également des fonds thématiques.

De plus, quelque soit la ou les approches utilisées, les analystes utilisent différentes sources d'information et se réfèrent à des normes ou principes de différentes conventions internationales. Tout cela reflète la non-homogénéité des fonds ISR ce qui rend assez difficile la réalisation d'une typologie claire et objective.

¹² <http://www.novethic.fr/novethic/v3/qui-sommes-nous.jsp> (consulté le 26.06.2011)

¹³ <http://www.novethic.fr/novethic/developpement-durable/liste-fonds-investissement-socialement-responsable-isr/> (consulté le 26.06.2011)

2.3 Analyse des méthodologies de sélection des fonds ISR

A travers les 64 fonds analysés, j'ai pu remarquer que les fonds adoptent des méthodologies différentes quelque soit la ou les approches utilisées. Voici les points clés que j'ai retenus :

- Certains fonds investissent uniquement dans de grandes capitalisations alors que d'autres, uniquement dans de petites et moyennes entreprises. On peut déjà constater à ce niveau une inégalité quant à l'influence que les fonds peuvent avoir sur les entreprises dans lesquelles ils investissent.
- L'analyse extra-financière est combinée à l'analyse financière, et fait même l'objet dans certains cas de premier filtre de sélection malgré que ce soit un fonds ISR. Cependant l'analyse extra-financière vient la plupart du temps en premier lieu.
- Les approches de sélection ne dépendent pas du fonds mais plutôt de la société de gestion qu'il y a derrière. En effet chaque société a une certaine approche qu'elle appliquera généralement à ses divers fonds.
- Les fonds créent leur univers d'investissement sur la base d'un indice comme par exemple le MSCI ou à partir d'un secteur géographique ou d'activité. A l'issue de l'analyse extra-financière, ils excluent certaines sociétés.
- L'approche « best-in-class » est très souvent accouplée avec les approches d'exclusion. Les fonds non seulement choisissent « les meilleurs élèves » mais excluent simultanément certaines entreprises actives dans certains secteurs d'activité ou qui n'intègrent pas certaines valeurs éthiques.

En effet, il n'existe pas encore de modèle standard applicable à tous les fonds. Ces derniers choisissent donc librement les moyens pour mettre en place leurs stratégies d'investissement ainsi que les critères qu'ils vont prendre en considération dans leur sélection ou exclusion.

Voici une liste non exhaustive des critères les plus récurrents dans les fonds analysés : droits de l'homme, ressources humaines, clients & fournisseurs, engagement sociétal, gouvernance, gestion de l'eau, énergies renouvelables, santé, transports durables, « amélioration prévisible », création d'emplois, émission de CO₂, éducation, développement local et durabilité.

En ce qui concerne les moyens adoptés ils sont également nombreux. Pour réaliser une analyse extra-financière des sociétés constituant leur univers d'investissement, beaucoup de gérants attribuent une pondération ainsi qu'une note à chaque critère choisi. Chaque société obtient ainsi une note finale qui devra atteindre un minimum pour ne pas être exclue du fonds. Les critères et leurs pondérations dépendent du secteur d'activité de l'entreprise.

Par ailleurs, les gérants de fonds s'appuient généralement sur les analyses de différentes agences de notations extra-financières telles que Vigeo, Innovest, Riskmetrics, etc. ou encore sur leurs analyses internes.

Dans l'approche d'exclusions normatives, les conventions internationales de référence diffèrent aussi d'un fonds à un autre selon leurs critères d'exclusion et leurs domaines d'investissement. Les plus fréquentes dans les fonds étudiés sont:

- le Pacte Mondial des Nations Unies¹⁴ : les entreprises dont les activités ne sont pas conformes aux principes choisis parmi les dix principes de ce traité sont exclues du fonds selon une approche d'exclusion normative. Les quatre principaux domaines de ce pacte sont : les droits de l'homme, le droit du travail, la protection de l'environnement et la lutte contre la corruption.
- Conventions fondamentales du travail de l'OIT¹⁵ : traitant par exemple du travail des enfants.
- WWF international¹⁶ : pour les questions environnementales.
- Certifications aux normes ISO¹⁷ : selon leur domaine d'activité, une entreprise devra être certifiée à une des normes ISO pour ne pas être exclue.

¹⁴ http://www.unglobalcompact.org/Languages/french/dix_principes.html (consulté le 31.06.2011)

¹⁵ <http://www.ilo.org/global/standards/lang--fr/index.htm> (consulté le 31.06.2011)

¹⁶ <http://www.wwf.ch/fr/lewwf/notremission/> (consulté le 31.06.2011)

¹⁷ http://www.iso.org/iso/fr/iso_catalogue.htm (consulté le 31.06.2011)

Pour illustrer ces différents aspects, j'ai comparé deux fonds ayant la même approche mais qui utilisent des moyens, des sources et des critères différents. Pour cela j'ai choisi deux fonds ayant l'approche « best-in-class ».

- Le fonds Ethis Vitalité
- Le fonds Amundi Actions Euro ISR

Le fonds *Ethis Vitalité* se base sur les analyses réalisées par les sociétés Vigeo et Innovest mais aussi sur celles de certains brokers comme SG Securities ou Oddo Securities. Les thématiques sur lesquelles il se concentre sont : les collaborateurs, les marchés émergents, l'environnement, clients et fournisseurs, gouvernance et société civile. Chaque thématique se voit attribuer une pondération selon le secteur d'activité de la société.¹⁸

Quant au fonds *Amundi Actions Euro ISR*, il se base sur l'analyse de sa filiale IDEAM, qui, elle-même se base sur les données de cinq agences de notation extra-financière. Il évalue le niveau de risque des trois dimensions (social, environnement et gouvernance) en fonction du secteur d'activité qui se traduit par une pondération qui permet d'obtenir une note finale qui va de -2 à +2. Cette note est ensuite couplée à la note de l'analyse financière. Les titres notés de 0 à +2 seront alors surpondérés dans le portefeuille, ceux notés de -1 à 0 seront sous-pondérés et ceux ayant la note de -2 à -1 seront soit extrêmement sous-pondérés soit exclus.¹⁹

¹⁸ <http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=88160> (consulté 2.07.2011)

¹⁹ <http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=5892> (consulté 2.07.2011)

2.4 Essai de classification des fonds

Ma classification a été réalisée selon la méthodologie suivante :

Certains fonds classés sous les approches best-in-class, thématiques ou engagement ont également une approche d'exclusion normative ou éthique. Cependant les fonds classés sous les approches d'exclusion pratiquent exclusivement ces approches.

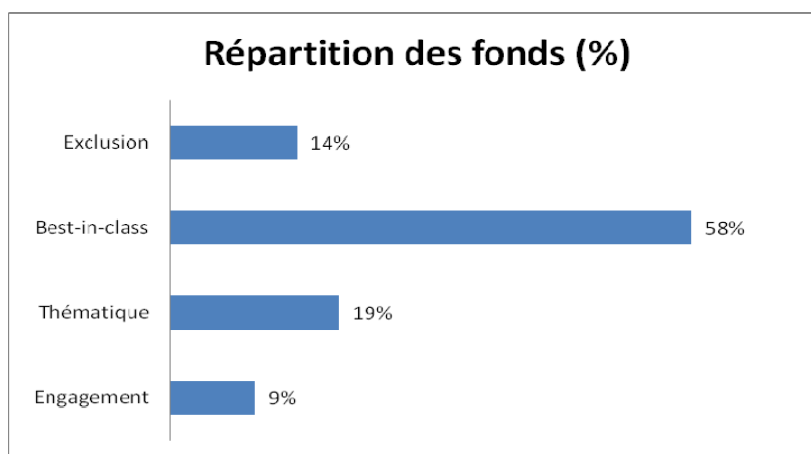
La majorité de ces fonds possèdent plusieurs approches cumulées, je les ai alors classés dans l'approche dominante ou qui est faite en premier lieu dans le processus ISR.

Dans l'approche best-in-class, il y a deux types de fonds. Ceux qui sélectionnent les entreprises ayant les meilleures pratiques ou ceux qui excluent les moins bonnes. Étant donné que d'après moi choisir les meilleures ou exclure les moins bonnes, c'est finalement la même approche. Sont donc regroupés sous cet ensemble tous les fonds qui sélectionnent ou excluent les sociétés sur une évaluation de notes, selon les différents critères et qui n'appartiennent pas aux autres types de fonds.

Quelques fonds utilisent les critères d'exclusion éthique et normative simultanément, j'en ai donc fait une seule et même classe.

Voici la répartition des fonds que j'ai obtenue :

Figure 2



On constate donc une nette dominance de l'approche Best-in-class au sein des fonds qui ont été sélectionnés. Cette tendance reflète en effet la réalité d'après différentes études réalisées.

3. Analyse des performances des Fonds ISR vs Indice de référence

Pour la suite de l'analyse j'ai sélectionné un fonds représentatif de chaque type d'approche qui regroupe les critères suivants :

1. existe depuis plus de 5 ans
2. investi dans des sociétés de la zone Euro ou en Europe, ce qui élimine un biais géographique qui pourrait expliquer la sur ou sous-performance du fonds.
3. est de moyenne ou grande capitalisation

Les fonds retenus pour l'analyse financière sont les suivants :

- Allianz Valeurs Durables – approche Exclusion²⁰
- Euro Capital Durable – approche Best-in-class²¹
- BNP Paribas Ethéïs – approche Thématique²²
- Euro Active Investors – approche Engagement²³

Dans cette analyse, j'ai observé globalement les performances relatives sur toute la durée de vie du fonds par rapport à son benchmark puis j'ai comparé les performances de l'un et de l'autre sur trois horizons temps différents, 1an, 3ans et 5ans. Ces performances sont la différence entre la valeur de vente à la fin de la période donnée et la valeur d'achat au début de celle-ci.

L'objectif est de pouvoir constater s'il y a une différence significative entre les différents fonds et si celle-ci est due à leur approche d'investissement et quels sont les types de fonds qui ont fait preuve de résistance par rapport à leur benchmark pendant la crise. Il faut noter que ces performances sont biaisées par cette dernière.

Pour la récolte de données de toute cette partie, j'ai fait appel à des connaissances travaillant dans des établissements bancaires, qui m'ont fourni divers rapports et informations provenant de Bloomberg. Les données figurant dans les différents tableaux suivants datent du 29 juillet 2011.

²⁰ <http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=86271>

²¹ <http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=14682>

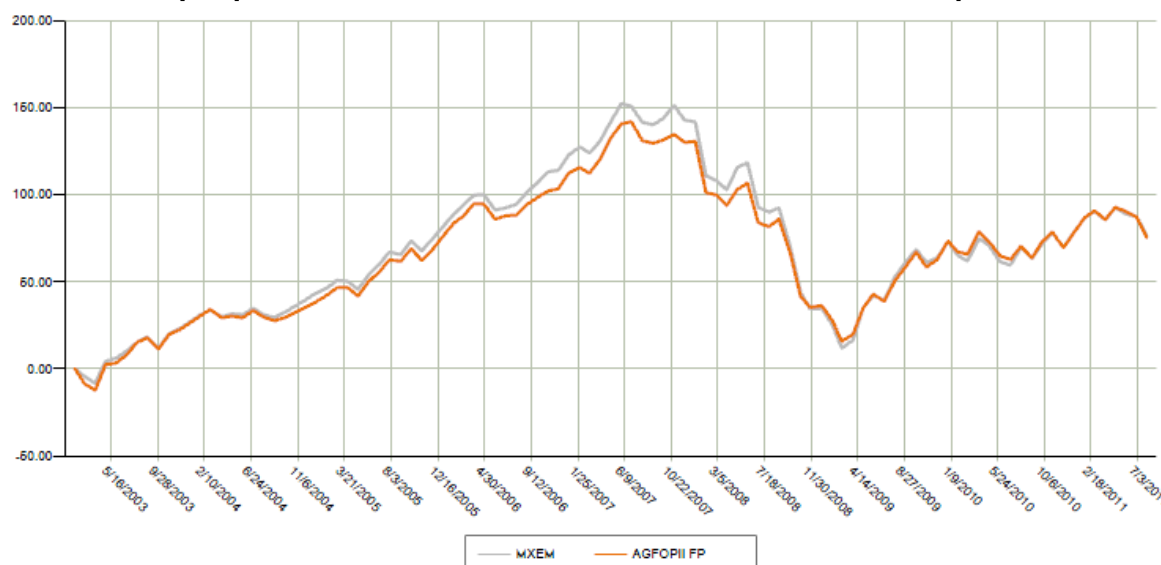
²² <http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=23421>

²³ <http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=4643>

3.1 Allianz Valeurs Durables – approche Exclusion

Figure 3

Graphique du fonds Allianz Valeurs Durables vs MSCI Europe Index

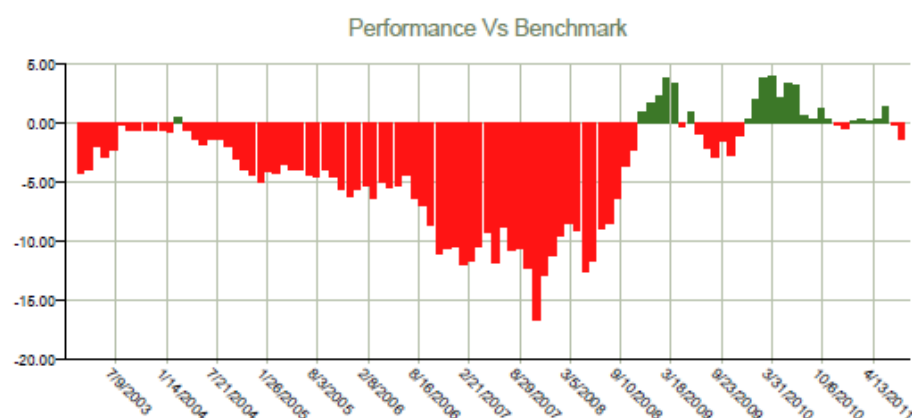


Source : Bloomberg

Nous pouvons voir sur le graphique ci-dessus que les mouvements du fonds sont très proches du benchmark, surtout sur cette dernière année. En effet, sa corrélation sur 1an avec son benchmark est de 0.99, ce qui est extrêmement élevé et qui signifie que le fonds et son benchmark évoluent constamment dans le même sens, à la hausse comme à la baisse.

Figure 4

Performances relatives du fonds Allianz Valeurs Durables vs MSCI Europe Index



Source : Bloomberg

Sur ce deuxième graphique nous avons les performances relatives du fonds par rapport au benchmark.

Celui-ci illustre une inversion de tendance à partir de début 2009. Jusqu'en 2007 nous étions dans une période haussière, le fonds sous-performait son benchmark en moyenne de -3 à -10% environ.

Puis en période stable, il le sous-performait d'autant plus. Allant en moyenne de -10 à -12% environ, atteignant même environ -16%.

Cela signifierait que le fonds sous-performe aussi bien lorsque le marché est baissier qu'haussier. Cependant, à partir de 2009, le fonds a eu plutôt tendance à sur-performer mais de très peu, en moyenne d'environ 2%.

Tableau 1
Performances absolues du fonds Allianz Valeurs Durables vs MSCI Europe Index

%	1 an (2010-2011)	3 ans (2008-2011)	5 ans (2006-2011)
Fonds ISR	-0.75	-2.58	-2.75
Indice de référence	1.53	-2.71	-2.20

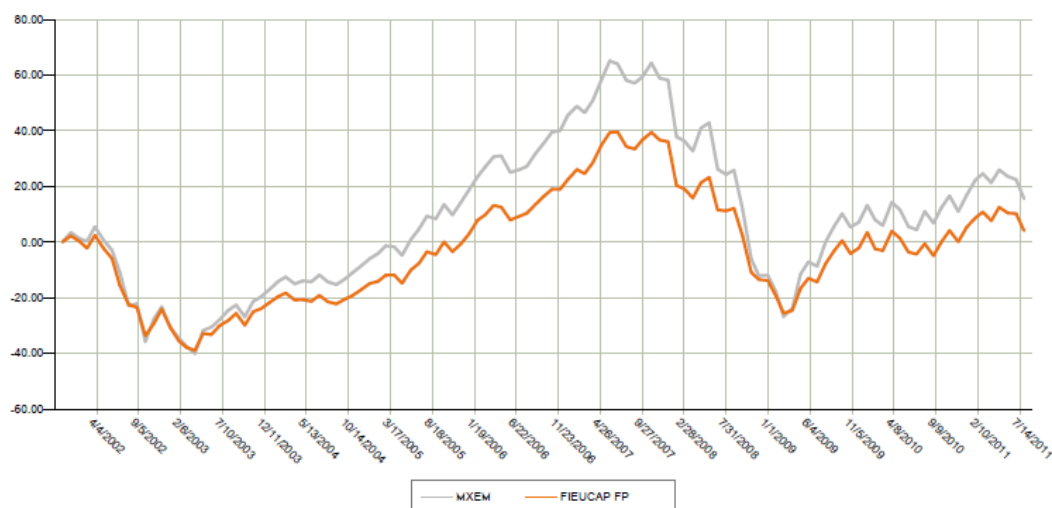
Source : Bloomberg

Nous pouvons voir que, que ce soit sur 3 ou 5ans les rendements du fonds et du benchmark sont proches et ne varient pas beaucoup entre ces deux périodes. En effet, que ce soit en 2006 ou en 2008, les niveaux étaient à la même hauteur. Les fonds ISR étant normalement performants à long terme, on devrait voir le rendement s'accroître avec le temps. Cependant, on peut constater ici l'inverse, cela est dû à la crise. Néanmoins, en ce qui concerne les performances sur 1an, le benchmark atteint une valeur positive, alors que le fonds reste dans le rouge. Cela appuie le fait que les fonds ISR ne sont pas performants à court terme. On peut en conclure que le fonds n'a ni moins bien ni mieux résister à la crise que son benchmark.

3.2 Euro Capital Durable – approche Best-in-class

Figure 5

Graphique du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index

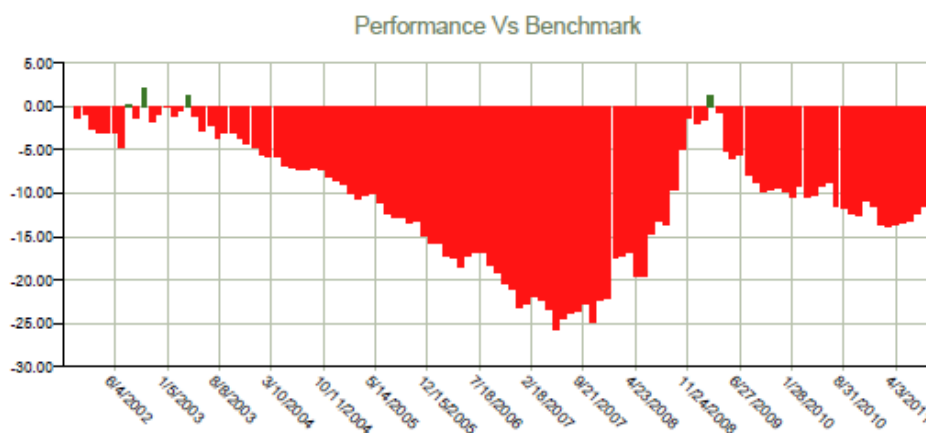


Source : Bloomberg

Nous pouvons voir sur le graphique ci-dessus, une nette tendance de sous-performance du fonds par rapport à son benchmark, sauf lorsque le fonds et son benchmark atteignent leur plus bas, pendant la crise. Ce plus bas niveau marque aussi la fin de celle-ci. Cette tendance s'accroît d'autant plus en période de marchés haussiers. La corrélation du fonds et de l'indice sur un an est de 0.99. On peut voir cette forte corrélation sur ce graphique, leur mouvement étant similaire.

Figure 6

Performances relatives du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index



Source: Bloomberg

Ce graphique met en évidence que le fonds n'a quasi pas sur-performé le benchmark de toute son existence. On constate qu'en période haussière, plus la performance du benchmark augmente plus l'écart entre les deux performances s'accroît atteignant même -25%, ce qui est relativement élevé. A contrario, en période baissière l'écart diminue.

Tableau 2

Performances absolues du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index

%	1 an (2010-2011)	3 ans (2008-2011)	5 ans (2006-2011)
Fonds ISR	2.40	-2.45	-1.41
Indice de référence	1.53	-2.71	-2.20

Source : Bloomberg

Ces performances ont été calculées jusqu'à fin juillet, de ce fait elles peuvent ne pas refléter ce qu'on voit sur le premier graphique.

Ce fonds a une meilleure performance absolue que son benchmark et ce sur les trois horizons temps, notamment sur 1an contrairement au fonds précédent. Cela pourrait contredire le fait que les fonds ISR sont plus performants à long terme mais sur l'horizon temps de 5ans, même si les performances sont les deux négatives, celle du fonds ISR reste tout de même meilleure.

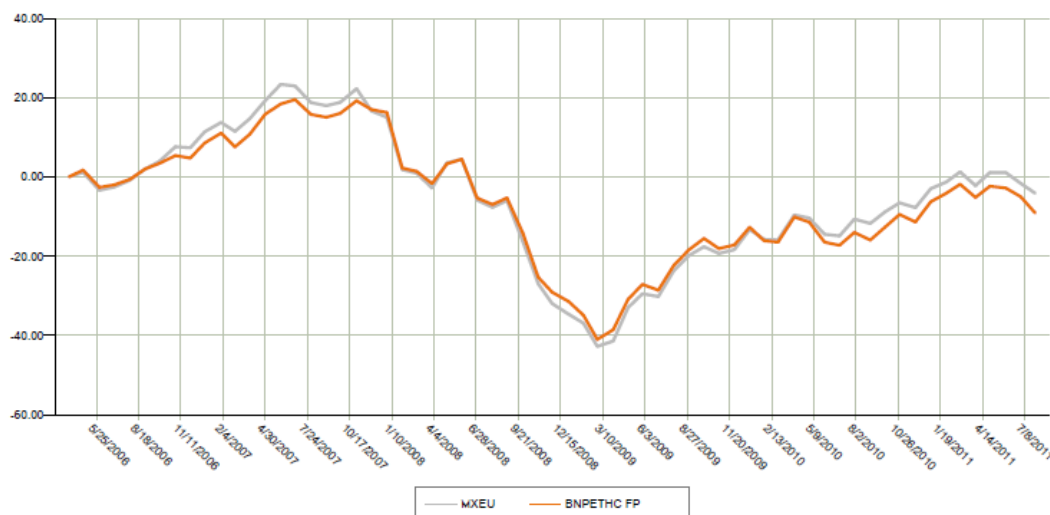
Les performances du fonds et de l'indice sur 3 et 5 ans sont négatives et très proches. En effet, pour ces deux périodes leurs valeurs étaient quasiment au même niveau. Cela signifie que le fonds et son benchmark n'ont pas encore retrouvé ce niveau.

La performance positive pour la période de 1 an se traduit par des valeurs sur une période haussière alors que les périodes de 3 et 5ans ont un trend baissier dû à la crise. Si on prend en considération les performances sur les trois horizons temps, on peut en déduire que ce fonds a fait preuve d'une meilleure résistance à la crise, même si ce n'est que très légèrement.

3.3 BNP Paribas Ethéis – approche Thématique

Figure 7

Graphique du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index

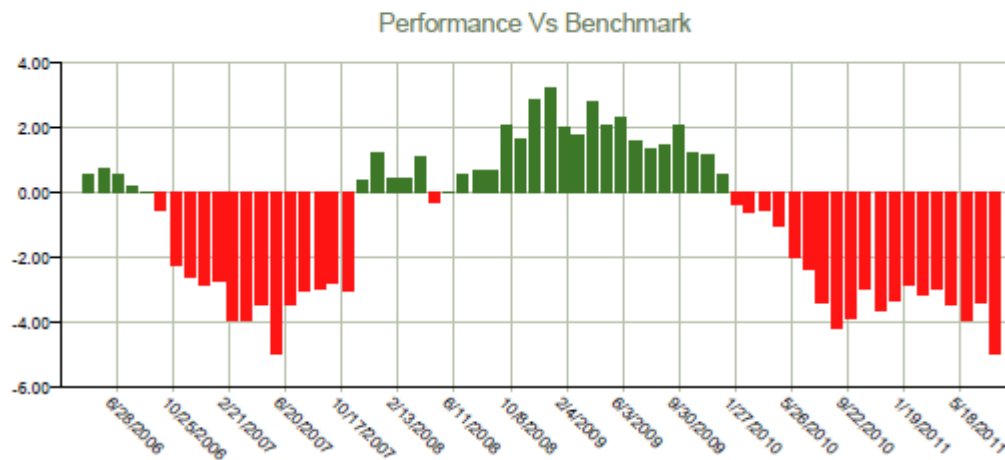


Source :Bloomberg

Contrairement aux précédents fonds, celui-ci a légèrement surperformé son benchmark pendant la quasi totalité de la période de crise, alors que dans les périodes haussières il a plutôt eu tendance à le sous-performer. Comme nous l'avons vu, l'approche thématique repose sur la sélection de sociétés qui ont une partie de leur activité liée aux technologies environnementales, ceci pourrait expliquer une résistance accrue de ces sociétés lors de la crise. Quant à la corrélation sur un an, elle est de 0.98, ce qui ne diffère quasiment pas des fonds précédents.

Figure 8

Performances relatives du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index



Source :Bloomberg

Le graphique des performances relatives montre très clairement la tendance de sur-performance lors de marchés baissiers et de sous-performances lors de marchés haussiers.

Cependant, celles-ci restent modérées que ce soit dans un sens comme dans un autre. En moyenne les sous-performances sont d'environ 3% et les sur-performance d'environ 1%.

Tableau 3

Performances absolues du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index

%	1 an (2010-2011)	3 ans (2008-2011)	5 ans (2006-2011)
Fond ISR	-2.49	-2.19	-2.76
Indice de référence	-0.50	0.05	-1.53

Source :Bloomberg

Les performances du Fonds ISR sont moins bonnes que celles du benchmark et ce pour les trois durées, ceci est dû à l'écart qui s'est creusé entre le fonds et son indice depuis 2010.

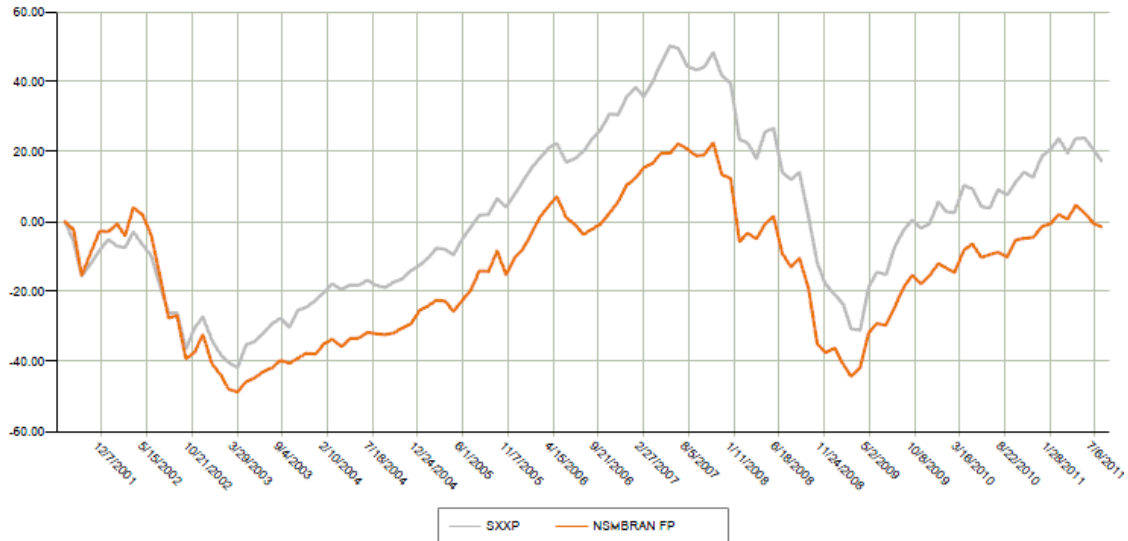
Si on regarde les performances sur 3ans, on peut constater que le benchmark a atteint le niveau qu'il avait avant la chute de sa valeur dû à la crise, alors que le Fonds ISR reste sur une performance négative de -2.19%.

Même s'il a sur-performé le benchmark pendant la crise, peut-on affirmer qu'il a fait preuve de meilleure résistance, étant donné que dans le trend haussier qui a suivi, il l'a de nouveau sous-performé ?

3.4 Euro Active Investors – approche Engagement

Figure 9

Graphique du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600

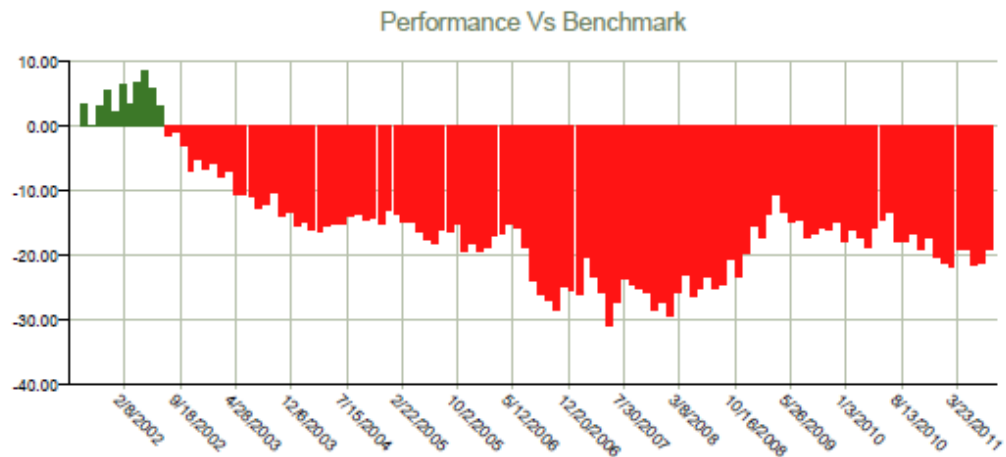


Source :Bloomberg

Sur le graphique ci-dessus, nous pouvons remarquer que le benchmark sur-performe considérablement le fonds que ce soit en période haussière, baissière ou pendant la crise. Pour ce fonds, sa corrélation avec son indice est de 0.89, elle est donc plus faible que les autres fonds, mais cela reste une corrélation très élevée. Comme nous pouvons d'ailleurs voir sur le graphique, malgré l'écart de performances, le fonds réplique généralement son benchmark.

Figure 10

Performances relatives du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600



Source :Bloomberg

Sauf la première année d'existence du fonds, le graphique des performances relatives ci-dessus reflète bien cet écart constant avec en moyenne des sous-performances de -10 à -30%. Cet écart s'accroît lorsque le fonds et son benchmark atteignent le plus haut avant le crash de 2008 et diminue légèrement pendant la crise.

Tableau 4

Performances absolues du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600

%	1 an (2010-2011)	3 ans (2008-2011)	5 ans (2006-2011)
Fonds ISR	7.91	4.21	0.44
Indice de référence	7.53	1.57	-0.46

Source :Bloomberg

En ce qui concerne les performances absolues, celles du fonds ISR sont meilleures sur les trois horizons temps, notamment sur 3ans où la performance du fonds est deux fois supérieure à celle du benchmark.

Sur un horizon temps de 1 et 3ans, que ce soit le fonds ou l'indice, les performances sont bien meilleures que les fonds précédents. Ceci est dû au fait que ces derniers investissent sur des capitalisations moyennes qui ont fait preuve de meilleure résistance pendant la crise.

4. Analyse du couple Rendement/ Risque des Fonds

ISR vs Indice de référence

Le risque est inévitablement la contrepartie de la performance. En effet, plus un investisseur est disposé à prendre de risque, plus le rendement attendu sera supérieur. Néanmoins, ce rapport n'est pas proportionnel. Le couple rendement/risque est donc un paramètre important à analyser. Pour en faire la comparaison, j'ai choisi deux ratios différents : le ratio de Sharpe pour une mesure absolue et le ratio d'information pour une mesure relative.

Le **ratio de Sharpe** indique si le rapport entre le risque du fonds et sa performance est bon ou mauvais. Le résultat est le surplus de performance par unité de risque. Cela signifie qu'il a une bonne performance par rapport à la prise de risque et donc une bonne gestion des risques.²⁴

Il se calcule de la façon suivante :

$$\frac{\text{Rendement du fonds} - \text{Taux sans risque}}{\text{Volatilité du fonds}}$$

Le **ratio d'information** n'est pas calculé par rapport à un taux sans risque mais directement par rapport à l'indice de référence du fonds, contrairement au ratio de Sharpe. Il indique si le fonds a tendance à sur-performer (ratio positif) ou à sous-performer (ratio négatif) son indice de référence. Bien entendu en tenant compte du risque relatif pris par rapport à cet indice. Le risque relatif est l'écart-type de la différence entre le rendement du fonds et le rendement du benchmark (tracking error).²⁵

Il se calcule de la façon suivante :

$$\frac{\text{Rendement du fonds} - \text{Rendement du benchmark}}{\text{Tracking Error}}$$

Toutes les données doivent être homogènes et donc les calculs doivent être effectués sur les mêmes périodes, que ce soit la volatilité ou le rendement. Que ce soit pour le ratio de Sharpe ou pour le ratio d'information, plus le ratio est élevé, meilleur est le fonds ou l'indice. Les ratios dans les tableaux suivants sont calculés sur un an et proviennent de Bloomberg.

²⁴http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=u_ensavoirplus.ratiosharpe (consulté le 5.8.2011)

²⁵http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=u_ensavoirplus.ratioinformation (consulté le 5.8.11)

4.1 Allianz Valeurs Durables – approche Exclusion

Tableau 5

Ratios du fonds Allianz Valeurs Durables vs MSCI Europe Index

	Fonds ISR	Indice
Ratio de Sharpe	0.15	0.31
Ratio d'information	-0.64	--

Source : Bloomberg

Le ratio de Sharpe du fonds ISR est positif de 0.15, cela signifie qu'il a un excédent de rendement par rapport à un taux sans risque. Le ratio du benchmark est lui de 0.31 et donc supérieur de 0.16. Cela signifie que pour une unité de risque il détient un excédent de rendement supérieur. Cependant, celui-ci reste également inférieur à 1, ce qui veut dire qu'il est plus faible que le risque encouru, comme pour le fonds ISR.

Le ratio d'information est de -0.64 et va donc dans le même sens. Le fait qu'il soit négatif indique une sous-performance du fonds par rapport au même niveau de risque.

4.2 Euro Capital Durable – approche Best-in-class

Tableau 6

Ratios du fonds Euro Capital Durable vs MSCI Europe Index

	Fonds ISR	Indice
Ratio de Sharpe	0.32	0.28
Ratio d'information	0.24	--

Source : Bloomberg

Le fonds Euro Capital Durable, a quant à lui un meilleur ratio de Sharpe que son indice de référence. La différence entre les deux ratios est de 0.04. Cela signifie que tous les deux ont approximativement le même excédent de rendement par rapport au taux sans risque, mais celui-ci reste inférieur au risque engagé car il est plus petit que 1.

Nous avons vu que sous l'angle de la performance uniquement, ce fonds a tendance à sous-performer son benchmark en général. Pourtant, sur un horizon temps de 1an il détient tout de même un meilleur rendement. Le ratio d'information étant positif, cela veut dire qu'il détient aussi un meilleur rendement que le benchmark par rapport à la même unité de risque

4.3 BNP Paribas Ethéis – approche Thématique

Tableau 7

Ratios du fonds BNP Paribas Ethéis vs MSCI Europe Index

	Fonds ISR	Indice
Ratio de Sharpe	0.43	0.58
Ratio d'information	-0.57	--

Source : Bloomberg

Les ratios de Sharpe ici, sont un peu plus élevés que pour les fonds précédents. Toutefois, ils restent tous les deux inférieurs à 1, ce qui veut dire une fois de plus, que pour le niveau de risque, l'excédent de rendement n'est pas suffisant. L'écart entre le ratio du fonds BNP Paribas Ethéis et celui de son indice est de 0.15, celui de l'indice étant meilleur.

Le ratio d'information est négatif. Le fonds sous-performe donc l'indice, non seulement dans la performance mais aussi dans le rapport risque/rendement.

4.4 Euro Active Investors – approche Engagement

Tableau 8
Ratios du fonds Euro Active Investors vs STOXX Europe 600

	Fonds ISR	Indice
Ratio de Sharpe	0.73	0.60
Ratio d'information	0.03	--

Source : Bloomberg

Le fonds Euro Active Investors est le fonds qui a le meilleur ratio de Sharpe entre tous et son indice également. Ils sont toutefois inférieurs à 1, donc l'excédent de rendement n'est tout de même pas suffisant en théorie et il n'y a donc pas un avantage à investir que ce soit dans le fonds ou dans l'indice.

Le ratio d'information est très proche de 0, ce qui signifie que le fonds n'a ni sur-performé ni sous-performé durant cette dernière année.

5. Synthèse

5.1. La synthèse de l'analyse

Nous pouvons constater que d'après mon analyse la performance des fonds ISR étudiés est dans l'ensemble inférieure à celle des indices. Cependant, mon analyse n'a qu'un aspect financier, or la réelle plus value de ces fonds devrait être leur performance extra-financière. Toutefois, cette dernière est aujourd'hui encore difficilement mesurable et faut-il encore qu'elle en soit la véritable motivation de ces fonds.

Du point de vue de la performance relative, on peut voir que les quatre fonds étudiés soit sur-performent leur indice, ou sont au même niveau lors de marchés baissiers, notamment lors du crash de 2008. Mais ces résultats ne signifient pas vraiment une résistance à cette crise.

Ce qui est avant tout important de relever est que le but des fonds ISR devrait être la durabilité et non pas le profit à court terme, qui serait en contradiction avec le développement durable. Les réels impacts de ce concept ne sont finalement que mesurables à long terme. De plus, les valeurs sont tendancielllement à la hausse sur des cycles longs. Les fonds ISR ont donc comme objectif d'être performants sur le long terme théoriquement, or nous pouvons constater que dans le résultat de cette analyse, cette tendance n'est pas vraiment vérifiée. Il y a deux raisons à cela. Premièrement, nous n'avons pas assez de recul pour l'évaluer sur le long terme, c'est-à-dire sur 10ans et plus. En effet, la plupart des fonds ont moins de 10ans d'existence. Deuxièmement, les performances sur 5ans sont biaisées par la crise de 2008.

Quant au couple rendement/risque, les fonds ISR restent globalement moins avantageux que leurs benchmarks sur le court terme. Ceci est peut-être dû au fait que les fonds sont moins diversifiés et comportent alors plus de risque. En effet, plus un fonds est sélectif plus son ratio rendement/risque se détériore. Les entreprises qui ont des pratiques de développement durable sont sensées avoir un risque inférieur mais cela ne peut se mesurer qu'à long terme.

A titre d'exemple, la société d'analyse extra-financière, Innovest avait prédit en 2006 déjà le risque d'effondrement du marché des Subprimes alors que des sociétés de notation financière ne l'ont fait que bien plus tard.²⁶

Il faut cependant noter que la comparaison des fonds à leur indice de référence n'est pas optimale. Le benchmark possède toujours les mêmes titres alors que ce n'est pas le cas pour les fonds.

D'autre part, cette étude ne me permet pas vraiment de conclure si telle ou telle approche fait preuve de plus de résistance en temps de crise, étant donné l'hétérogénéité des fonds dû à des pratiques hétérogènes, à leur univers complexe et à des filtres extra-financiers très différents et plus ou moins strictes selon le fonds.

Par exemple, de nombreux fonds « best-in-class » prennent comme univers d'investissement de départ des indices tels que le CAC40, le MSCI etc. Pourtant, ces indices sont composés des plus grandes multinationales qui ont de nombreuses filiales, ce qui rend difficile l'évaluation de leurs politiques sociales, environnementales et de gouvernance.

²⁶ Michèle Bernad-Royer, L'investissement Socialement responsabl, 2009, p.90

5.2 Les recommandations

Mes recommandations vont se faire à trois niveaux, les recommandations aux investisseurs, les recommandations aux gérants de fonds et les recommandations sur le marché des fonds ISR.

- **Recommandations aux investisseurs**

Les investisseurs devraient non plus investir à court terme mais acquérir une vision à long terme. Qui plus est, les investisseurs ont très souvent tendance à déléguer totalement leur fortune et ne se soucient guère de ce que le gérant en fait réellement. Ils devraient s'impliquer davantage dans leurs investissements et exiger des informations telles que la composition du fonds, la stratégie ou les performances auprès de l'administrateur du fonds.

Les investisseurs institutionnels, tels que les assurances ainsi que les fonds de pension devraient intégrer massivement les fonds éthiques dans leurs investissements et créer ainsi un engouement à ce type de placements.

- **Recommandations aux gérants de fonds**

De nombreux fonds appliquent tout de même un premier filtre financier, ceci est incompatible avec le concept de développement durable. Les gérants de fonds devraient dans un premier temps se pencher exclusivement sur une analyse extra-financière. Cette analyse devrait être la plus approfondie possible, et non pas simplement se référer aux études et appliquer les filtres des agences de notation, sans chercher plus loin. Par ailleurs, chaque fonds devrait avoir une politique d'investissement la plus clairement définie et la partager avec ses investisseurs.

Un autre point essentiel est l'utilisation du droit de vote lors des assemblées générales, afin d'inciter les entreprises à développer des pratiques de développement durable. Ceci ne devrait pas être fait que par les fonds avec une approche « engagement » mais oui par tous les fonds ISR. Selon une étude de Novethic, seuls 14% des fonds l'exercent avec une préoccupation sociale et environnementale.²⁷

²⁷ Cyril Demaria, Développement durable et Finance, 2004, page 109

Un des buts des fonds ISR, du moins théorique, est d'influencer le comportement des entreprises avec éventuellement aussi la sanction de désinvestir celle-ci, mais de nos jours, les investissements éthiques ne possèdent pas assez de poids pour une telle sanction dû à leur petite taille. D'après cette constatation, les fonds devraient plutôt investir dans des PME auprès desquelles ils auraient alors une réelle influence, mais aussi dans des Private Equity que dès le départ les fonds inciteraient à adopter une démarche socialement responsable.

- **Recommandations globales sur le marché des fonds ISR**

Les entreprises et les fonds en général manquent de transparence, or celle-ci est un élément clé dans la réalisation d'une analyse extra-financière la plus objective possible. Plus de transparence, selon moi, cela passe par des reportings réguliers et standardisés. Les entreprises, les fonds et les agences de notation devraient se mettre d'accord sur les standards et processus d'investissements. Ils pourraient par exemple se référer aux lignes directrices du GRI, qui est, selon moi, aujourd'hui le meilleur modèle.

D'autre part, selon une étude d'Allen Consulting Group, l'Australie est le premier marché de masse d'investissement selon les critères du développement durable. Le marché ISR est donc actuellement encore un marché de niche au niveau mondial.

Pour que les fonds ISR soient largement diffusés, les intermédiaires financiers doivent eux aussi avoir une prise de conscience. En effet, c'est eux qui détiennent le pouvoir de faire évoluer les choses plus rapidement car ils sont les médiateurs entre les entreprises et les investisseurs dans les pratiques du développement durable. Cependant à l'heure actuelle, on peut s'interroger sur le véritable engagement de la majorité des établissements bancaires. Il apparaît que ces derniers utilisent l'appellation ISR dans un but marketing et ne proposent que des produits répliquant différents indices. De plus, il existe un conflit d'intérêt étant donné que certaines banques diffusent des produits qu'elles ont elles-mêmes créé.

Un autre point important, est l'absence de réglementation sur le marché ISR. Il n'existe actuellement aucune définition légale ni aucune régulation. Il n'y a aucun contrôle de la part des autorités sur les engagements et pratiques de ces fonds. Ces derniers « ne rendent de comptes à personne sauf à la commission des Opérations de Bourse »²⁸. De plus, il ne suffit pas de créer des lois ou réglementations, il faut encore vérifier que ces dernières soient bien respectées, par des contrôles d'audit par exemple.

L'Etat a le pouvoir de mettre en place des réglementations pour mettre en œuvre le concept de développement durable. Notamment, en exigeant des informations de la part des entreprises et ainsi garantir une meilleure transparence, en facilitant l'accès aux investisseurs, en octroyant des avantages fiscaux aux fonds ISR et en les obligeant à adopter un modèle standard qui mesure les critères extra-économiques pour une meilleur comparabilité.

Cependant, selon moi, l'investissement socialement responsable, doit avant tout être fait par conviction personnelle et ne doit pas devenir une obligation. C'est une vision que l'investisseur doit avoir et c'est ainsi qu'il pourra la transmettre à ses descendants et c'est seulement de cette façon, qu'à long terme, la mentalité de notre société pourra réellement changer.

²⁸ Cyril Demaria, Développement durable et Finance, 2004, page 107

6. Conclusion

Si l'on se penche sur l'avenir des fonds ISR et globalement sur le concept de développement durable, de nombreuses questions me viennent à l'esprit : Le modèle capitaliste actuel est-il prêt à évoluer vers un autre type de modèle comme celui du développement durable ? Les fonds ISR vont-ils continuer à n'être qu'un marché de niche ou vont-ils être intégrés à la finance traditionnelle et devenir un phénomène de masse comme d'autres produits financiers ?

Des questions qui sont encore sans réponse. Le concept de développement durable semble difficile à intégrer dû à la façon de penser individualiste de la part de notre société. Nous sommes dans l'obligation de constater, que dans notre environnement économique actuel, la recherche de performance financière prime sur tout le reste. De ce fait, selon moi, pour pouvoir y répondre favorablement, il faudrait tout d'abord un changement profond dans la façon de penser des investisseurs, qu'ils aient la sensation de contribuer à faire évoluer les choses ce qui créerait des motivations autres que purement financières, ce qui créerait un engouement pour ce type d'investissements.

En attendant que ce changement fondamental ait lieu, il y a d'ores et déjà un certain nombre d'actions qui pourraient fortement contribuer à l'essor des fonds ISR et au déploiement du développement durable.

- Investissements à moyen ou long terme et non plus à court terme
- Implication de l'investisseur dans son placement
- Adoption d'un modèle standard de référence pour tous les fonds ISR
- Forte intégration des fonds éthiques par les investisseurs institutionnels (assurances, fonds de pension)
- Influence des fonds sur les entreprises dans lesquelles ils investissent, notamment en votant à l'assemblée générale
- Réglementation au sein des fonds ISR

Une autre question que l'on pourrait se poser : est-ce que les investisseurs ont plutôt intérêt à investir dans un fonds ISR plutôt que dans un fonds actions classique ? La réponse selon moi, est oui. Mais il y a deux choses primordiales à prendre en considération dans ce choix. Le client doit, de ce fait, ne pas prendre comme critère de comparaison uniquement la performance financière et doit s'assurer que le fonds est fondamentalement un « investissement socialement responsable » qui n'utilise pas cette appellation à des fins marketing comme il est souvent le cas.

La crise de 2008, remet en question de nombreux aspects : l'investissement dans des produits beaucoup trop compliqués dont les investisseurs n'ont pas connaissances, la recherche de profits immédiats, la spéculation etc. Le système financier est régi comme notre société actuelle par de l'excès à tous les niveaux et semble s'être éloigné des fondamentaux de l'économie réelle (pouvoir d'achat, profit, rôle du consommateur).

L'ISR peut être à mes yeux, une solution à toutes ces dérives pour autant qu'il soit correctement appliqué sous les différentes conditions vues précédemment.

Bien entendu, tout changement ne se fait pas d'un jour à l'autre, surtout au niveau de la complexité de notre économie, mais je suis convaincue qu'à long terme, les fonds ISR contribueront à un monde « meilleur », du moins plus « équilibré ».

7. Bibliographie

Sites Internet

-Wikipedia, encyclopédie sur internet :

http://fr.wikipedia.org/wiki/D%C3%A9veloppement_durable

(consulté le 13.04.2011)

http://fr.wikipedia.org/wiki/ISO_26000 (consulté le 02.05.2011)

-Sicavoline, spécialiste des Sicav et FCP :

http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=u_ensavoirplus.ratiosharpe (consulté le 5.8.2011)

http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=u_ensavoirplus.ratioinformation
(consulté le 5.8.11)

-Novethic, media expert du développement durable :

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=86271>

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=14682>

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=23421>

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=4643>

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=88160> (consulté 2.07.2011)

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/fonds-isr.jsp?id=5892> (consulté 2.07.2011)

<http://www.novethic.fr/novethic/v3/qui-sommes-nous.jsp>

(consulté le 26.06.2011)

<http://www.novethic.fr/novethic/developpement-durable/liste-fonds-investissement-socialement-responsable-isr/> (consulté le 26.06.2011)

-United Nations Global Compact :

http://www.unglobalcompact.org/Languages/french/dix_principes.html(consulté le 31.06.2011)

-Organisation International du travail (OIT):

<http://www.ilo.org/global/standards/lang--fr/index.htm> (consulté le 31.06.2011)

-WWF, protection de l'environnement :

<http://www.wwf.ch/fr/lewwf/notremission/> (consulté le 31.06.2011)

-Iso, organisation internationale de normalisation :

http://www.iso.org/iso/fr/iso_catalogue.htm (consulté le 31.06.2011)

- Principes pour l'investissement responsable :

<http://www.unpri.org/principles/french.php> (consulté le 10.05.2011)

-Ministère de l'écologie, du développement durable, des transports et du logement :

<http://www.developpement-durable.gouv.fr/Responsabilite-societale-des.html>
(consulté le 02.05.2011)

Rapports – Études

Olivier Boiral, Peut-on mesurer les performances de développement durable?, 2010

Eurosif, Étude ISR Europe et France, version française, 2010

Vigeo, Green, Social and Ethical Funds in Europe.2010 Review

Sandrine Boulerne, Jean-Sebastien Lantz, Jean-Michel Sahut, Crise, longévité et durabilité des entreprises

Livres

Cyril Demaria, Développement durable et Finance, 2004

Michèle Bernad-Royer, L'investissement Socialement responsable, 2009

Annexe 1

Classement des fonds sélectionnés

Exclusions éthiques ou/et normatives:

MG Croissance Durable France / SG Actions Euro ISR/ SG Actions Europe ISR/ HSBC Actions Développement Durable/ AG2R Actions ISR / Allianz Valeurs Durables/ Parvest Environnemental Opportunities/ SSgA World SRI Index Equity Fund/ Label Europe Actions

Best-in-class:

CM-CIC Actions ISR / Ethis Vitalité/ Amundi Actions Euro ISR / Euro Capital Durable/ LFP Actions Flexibles ISR / Macif Croissance Durable et Solidaire / Macif Croissance Durable Euro/ Mam Actions Ethique/ Natixis Impact Actions Euro / Pictet-European Sustaibable Equities/ RB Capital Actions/ RB Capital Eurostyles/ Saint-Honoré Europe SRI/ Asia Pacific Sustainability Fund/ Axa Euro Valeurs Responsables/ Dexia Equities L Sustainable World/ Dexia Fund Sustainable Equities Europe / Dexia Sustainable Europe/ Dexia Sustainable North America / Dexia Sustainable Pacific / Dexia Sustainable World / Epargne Ethique Actions/ UBS (Lux) Equity Fund – Eco Performance / LBPAM Responsable Actions Euro / Federal Europe ISR/ Fédérés ISR Euro / Insertion Emplois Dynamique / Sustainable Future Pan-European Equity Fund / SSga Europe SRI Alpha Equity Fund/ Regard Actions Développement Durable/ DWS Invest Responsibility / Europe Ethique Expansion/ Federal Actions Ethiques/ Fructifonds Valeurs Européennes/ Etoile Environnement / Etoile Partenaires / Allianz Actions Aequitas / Objectif Ethique Socialement Responsable

Thématique:

Living Planet Fund-Equity/ SAM Smart Energy Fund / SAM Smart Materials Fund/ SAM Sustainable Global Active Fund / SAM Sustainable Water Fund / Sarasin OekoSar Equity Global/ UBS (Lux) Equity Fund – Global Innovators / Horizon Industries of the Future/ BNP Paribas Etheis / BNP Paribas L1 Sustainable Equity World/ BNP Paribas L1 Green Future/ BNP Paribas Retraite Horizon

Engagement :

Covea Finance Actions Solidaires/ Ecureuil Bénéfices Responsables/ Ethique et Partage/ Ofi Multiselect Europe SRI/ Proxi Active Investors / Euro Active Investors /

Annexe 1

Données du fonds Allianz Valeurs Durables

AGFOPID FP **DESCRIPTION**

Page 3/ 5

ALLIANZ VALEURS DURABLES-R

Currency - EUR

Objective - Growth-Large Cap

Fund Type - SICAV

Total Return%	1 Month	3 Month	YTD	1 Year	3 Year	5 Year	2008	2009	2010
AGFOPID FP	-9.39	-11.58	-4.73	-.75	-2.58	-2.75	-41.56	25.83	1.73
Index(MXEM)	-8.77	-10.52	-3.59	1.53	-2.71	-2.20	-44.34	28.57	3.25
Peers Avg	-3.69	-4.90	-2.94	3.45	.09	-1.21	-30.25	21.10	6.97
Absolute Measures%(1yr)				Fund	Index	Peers Avg	Relative Measures%(1yr) vIndex		
Maximum Return				5.29	5.33	3.70	Excess Return -2.20		
Minimum Return				-4.27	-3.74	-3.42	Tracking Error 2.42		
Sharpe Ratio				.15	.31	.15	Information Ratio -.91		
Volatility				15.20	14.70	10.86	Alpha -.04		
Sortino Ratio				.14	.31	.16	Beta 1.02		
Downside Risk				10.58	10.14	7.71	Correlation .99		
Semivariance				15.42	14.49	11.26	Peers Info(1yr) Return% Vol.%		
% Periods up				51.92	50.00	61.47	Average 3.45 10.86		
% Periods down				48.08	50.00	38.53	Std Dev 6.69 5.92		
Skewness				.18	.23	-.08	Median 2.34 12.44		
Kurtosis				-.49	-.45	1.47	19) FSRC Number of funds 353		
Max Drawdown(1yr)				Length	Recovery	Peak	Valley		
-12.38				116.00	n.a.	02/18/2011	08/01/2011		

13)RV Relative Value 15)HFA Hist. Fund Analysis

17)FSTA Style Analysis

14)RVC Rel Val Corr 16)FREP Fund Report

18)BAIF BBG Active Indices

Annexe 2

Données du fonds Euro Capital Durable

FIEUCAP FP **DESCRIPTION**

Page 3/ 5

EURO CAPITAL DURABLE-I

Currency - EUR

Objective - Region Fund-Euro Countries

Fund Type - FCP

Total Return%	1 Month	3 Month	YTD	1 Year	3 Year	5 Year	2008	2009	2010
FIEUCAP FP	-8.39	-9.52	-3.41	2.40	-2.45	-1.41	-36.68	20.06	1.86
Index(MXEM)	-8.77	-10.52	-3.59	1.53	-2.71	-2.20	-44.34	28.57	3.25
Peers Avg	-7.31	-9.21	-4.25	2.89	-1.88	-2.25	-40.01	27.18	6.01
Absolute Measures%(1yr)	Fund	Index	Peers Avg	Relative Measures%(1yr) vIndex					
Maximum Return	4.85	5.33	4.66	Excess Return				.52	
Minimum Return	-3.66	-3.74	-3.93	Tracking Error				2.22	
Sharpe Ratio	.32	.28	.05	Information Ratio				.24	
Volatility	14.38	14.70	13.39	Alpha				.01	
Sortino Ratio	.32	.28	-.06	Beta				.97	
Downside Risk	10.04	10.14	9.44	Correlation				.99	
Semivariance	14.34	14.49	13.70	Peers Info(1yr) Return%					Vol. %
% Periods up	50.00	50.00	53.97	Average			2.89		13.39
% Periods down	50.00	50.00	46.03	Std Dev			6.88		3.44
Skewness	.13	.23	.06	Median			1.72		14.03
Kurtosis	-.66	-.45	-.03	19) FSRC Number of funds					306
Max Drawdown(1yr)	Length	Recovery	Peak	Valley					
-10.99	18.00	n.a.	02/18/2011	03/16/2011					

13)RV Relative Value 15)HFA Hist. Fund Analysis

17)FSTA Style Analysis

14)RVC Rel Val Corr 16)FREP Fund Report

18)BAIF BBG Active Indices

Annexe 3

Données du fonds BNP Paribas Ethéis

BNPETHC FP							Page 3/ 5			
BNP PARIBAS ETHEIS-C							Currency - EUR			
Objective - Sector Fund-Socially Resp							Fund Type - FCP			
Total Return%	1 Month	3 Month	YTD	1 Year	3 Year	5 Year	2008	2009	2010	
BNPETHC FP	-10.05	-11.65	-8.31	-2.49	-2.19	-2.76	-41.02	27.32	7.38	
Index(MXEU)	-7.86	-9.32	-5.91	-.50	.05	-1.53	-43.20	32.68	11.91	
Peers Avg	-9.01	-9.70	-5.88	-3.22	-2.36	-3.15	-33.69	23.30	4.39	
Absolute Measures%(1yr)		Fund	Index	Peers	Avg	Relative Measures%(1yr)		vIndex		
Maximum Return		4.21	4.13	3.88		Excess Return		-1.36		
Minimum Return		-3.20	-2.81	-3.13		Tracking Error		2.39		
Sharpe Ratio		.43	.58	-.02		Information Ratio		-.57		
Volatility		12.74	11.88	11.16		Alpha		-.03		
Sortino Ratio		.46	.63	.08		Beta		1.05		
Downside Risk		8.75	8.11	7.77		Correlation		.98		
Semivariance		11.82	10.95	11.02		Peers Info(1yr)		Return%	Vol.%	
% Periods up		53.85	48.08	56.03		Average		-3.22	11.16	
% Periods down		46.15	51.92	43.97		Std Dev		2.94	5.56	
Skewness		.20	.23	-.30		Median		-3.28	12.74	
Kurtosis		-.65	-.61	1.65		19) FSRC Number of funds		25		
Max Drawdown(1yr)		Length		Recovery		Peak		Valley		
-13.91		118.00		n.a.		02/18/2011		08/03/2011		
13)RV Relative Value		15)HFA Hist. Fund Analysis				17)FSTA Style Analysis				
14)RVC Rel Val Corr		16)FREP Fund Report				18)BAIF BBG Active Indices				

Annexe 3

Données du fonds Euro Active Investors

NSMBRAN FP **DESCRIPTION**

Page 3/ 4

EURO MID-CAP ACTIVE INVESTOR

Currency - EUR

Objective - Region Fund-European

Fund Type - FCP

Total Return%	1 Month	3 Month	YTD	1 Year	3 Year	5 Year	2008	2009	2010
NSMBRAN FP	-1.12	-5.93	-.09	7.91	4.21	.44	-43.23	37.91	12.03
Index(SXXP)	-2.69	-5.17	-1.20	7.53	1.57	-.46	-43.33	33.51	12.44
Peers Avg	-2.83	-4.30	-1.75	3.67	.38	-1.23	-34.20	22.93	7.45
Absolute Measures%(1yr)	Fund	Index	Peers Avg	Relative Measures%(1yr) vIndex					
Maximum Return	3.84	4.18	3.25	Excess Return					
Minimum Return	-3.24	-2.78	-2.69	Tracking Error					
Sharpe Ratio	.73	.60	-1.10	Information Ratio					
Volatility	10.03	11.86	9.07	Alpha					
Sortino Ratio	.75	.65	-1.72	Beta					
Downside Risk	7.10	8.10	6.37	Correlation					
Semivariance	9.75	10.94	9.19	Peers Info(1yr) Return% Vol.%					
% Periods up	53.85	48.08	59.13	Average					
% Periods down	46.15	51.92	40.87	Std Dev					
Skewness	.02	.23	.21	Median					
Kurtosis	.18	-.58	.65	19) FSRC Number of funds					
Max Drawdown(1yr)	Length	Recovery	Peak	Valley					
-5.96	55.00	n.a.	05/13/2011	07/29/2011					

13)RV Relative Value 15)HFA Hist. Fund Analysis

17)FSTA Style Analysis

14)RVC Rel Val Corr 10)FREP Fund Report

18)BAIF BBG Active Indices