

**Les investissements *Shari'a* peuvent-ils être
comparés/assimilés aux investissements
socialement responsables ?**

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

par :

Megi THANATI

Conseiller au travail de Bachelor :

Eric MAEDER, Chargé d'enseignement

Carouge, le 14 août 2015

Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)

Filière Economie d'entreprise

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 of Science en économie d'entreprise.

L'étudiant a envoyé ce document par email à l'adresse d'analyse remise par son conseiller au travail de Bachelor pour analyse par le logiciel de détection de plagiat URKUND. <http://www.urkund.com/fr/student/392-urkund-faq>

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 14 août 2015

Megi THANATI

Remerciements

Je tiens à remercier Monsieur MAEDER Eric pour le suivi de mon travail de bachelor ainsi que pour ses conseils.

Je remercie mon ancienne entreprise *BBGI Global Investment Group*, laquelle m'a orienté dans le choix de mon sujet.

Je souhaite remercier mon entourage, lequel m'a appuyé et fourni les ressources nécessaires. Plus particulièrement, Madame BELKHIRIA RZIG Amina ainsi que son mari Monsieur RZIG Nizar, Monsieur RODRIGUEZ Oscar et CAMPOY David.

Je tiens à remercier ma famille, sans laquelle je n'aurai pas pu réaliser ce travail. Elle a toujours cru en mes capacités dans la réalisation de mes objectifs.

Je dédie ce travail à mon père Monsieur THANATI Vladimir, un homme d'exception, lequel m'a permis de surmonter tant de difficultés.

Résumé

Afin de répondre à notre problématique de départ à savoir si l'on peut comparer et/ou assimiler les investissements *Shari'a* et les investissements socialement responsables, il a fallu contextualiser pour comprendre l'émergence de ces approches d'investissement. La finance islamique ainsi que socialement responsable font de plus en plus parler d'elles, d'où l'intérêt de cette problématique. Le contexte économique actuel, nous amène à repenser autrement la philosophie d'investir.

Ce travail a été pensé comme un manuel d'apprentissage, c'est pour cela que nous avons commencé par décrire les univers de chaque investissement sur des critères bien précis, tels que leurs origines, leurs fondements et leurs principes. Nous avons étudié leurs évolutions dans notre système économique pour en comprendre l'ampleur.

Puis, nous avons élaboré un guide d'investissement *Shari'a* ainsi que socialement responsable. En effet, celui-ci nous a permis de comprendre le chemin à devoir emprunter pour aboutir à un investissement *Shari'a* et socialement responsable. L'utilité de ce guide étant primordiale pour nous aider à réaliser ce travail.

L'éthique, étant partie intégrante du processus d'investissement *Shari'a* ainsi que socialement responsable, il nous a semblé nécessaire dès lors, de vous présenter un chapitre explicatif.

Ces investissements peuvent être considérés comme des alternatives à notre système de finance traditionnelle. Leurs visions ainsi que leurs buts apportent un sens à notre économie. Mais, jusqu'à quel point pouvons-nous y croire? De ce fait, nous avons effectué des recherches sur les limites que ces investissements peuvent comporter.

Les recherches effectuées ont démontré que ces investissements sont similaires sur certains critères de comparaisons tels que le bien-être social ainsi que leurs objectifs d'apporter du sens à l'investissement. Mais ils possèdent des divergences, notamment sur la mise en application des critères d'exclusions en matière d'investissement.

Table des matières

Déclaration	i
Remerciements	ii
Résumé	iii
Liste des figures	vii
1. Introduction	1
2. La finance islamique	5
2.1 Définition	5
2.2 Les origines des investissements <i>Shari'a</i>	6
2.2.1 Les fondements	6
2.2.2 Les principes	7
2.3 Une nouvelle tendance	8
2.3.1 Introduction	8
2.3.2 Une finance en plein essor	8
2.4 Les classes d'actifs	10
2.5 Conclusion intermédiaire	13
3. Les investissements socialement responsables	14
3.1 Définition	14
3.2 Les origines de la finance socialement responsable	14
3.2.1 Les fondements	14
3.2.2 Les principes	15
3.3 Une nouvelle tendance ?	16
3.3.1 Introduction	16
3.3.2 Une finance en constante évolution	16
3.4 Les différentes stratégies d'investissement ISR	18
3.5 Les classes d'actifs	21
3.6 Conclusion intermédiaire	22

< Les investissements *Shari'a* peuvent-ils être comparés/assimilés aux investissements socialement responsables ?>

4. Guide d'investissement <i>Shari'a</i> et socialement responsable.....	23
4.1 Processus d'investissement <i>Shari'a</i>	24
4.1.1 Comment investir <i>Shari'a</i> compliant ?	24
4.1.2 Le filtrage islamique	24
4.1.2.1 Le filtrage extra-financier	24
4.1.2.2 Le filtrage financier	25
4.1.2.2.1 Le ratio d'endettement	25
4.1.2.2.2 Le ratio de liquidité.....	25
4.1.2.3 La sélection des titres.....	26
4.2 Processus d'investissement socialement responsable	27
4.2.1 Comment investir socialement responsable ?	27
4.2.2 Le filtrage ISR	27
4.2.2.1 Analyse extra-financière.....	27
4.2.2.1.1 L'exclusion normative	28
4.2.2.1.2 L'exclusion sectorielle.....	28
4.2.2.2 Analyse financière	29
4.3 Application pratique.....	29
4.3.1 Comparaison entre les indices de références.....	30
4.4 Conclusion du guide d'investissement	31
5. L'éthique dans les investissements.....	33
5.1 Introduction de l'éthique dans la finance	33
5.2 L'éthique dans les investissements <i>Shari'a</i>	33
5.3 L'éthique dans les investissements socialement responsables	34
6. Les limites	36
6.1 Introduction	36
6.2 Les Investissements <i>Shari'a</i>	36
6.2.1 Le débat sur la transparence.....	36
6.2.2 La cohérence de la <i>Shari'a</i> board.....	37

6.2.3	La cohérence en matière du filtrage extra-financier	38
6.2.4	Le rapprochement avec la finance traditionnelle.....	38
6.3	Les investissements ISR	39
6.3.1	La cohérence en matière de filtrage extra-financier	39
6.3.2	La question de la performance	40
7.	Conclusion	41
	Bibliographie.....	43
	Annexe 1 : Les principaux mécanismes financiers Islamique	46
	47	
	Annexe 2 : Le filtrage islamique.....	48
	Annexe 3 : Les règles quantitatives du filtrage islamique	49
	Annexe 4: Composition de l'indice Stoxx Europe 50	50
	Annexe 5 : Composition de l'indice Stoxx Europe Islamic 50	51
	Annexe 6: Composition de l'indice Stoxx Europe Sustainability 40	52

Liste des figures

Figure 1: Evolution du marché des contrats OTC et standardisés	1
Figure 2 : Croissance des actifs sous gestion et des fonds islamiques.....	9
Figure 3: Répartition des classes d'actifs	11
Figure 4: Emissions mondiales de <i>Sukuks</i> (en milliards de dollars)	12
Figure 5: Evolution du nombre de signataires adhérant aux six principes et les actifs sous gestion	16
Figure 6: Evolution du marché de fonds ISR en Europe	17
Figure 7: Nombre d'actifs sous gestion de fonds ISR en Europe entre 1999 et 2014 ..	17
Figure 8: Evolution des différentes stratégies d'investissements ISR en 2011.....	19
Figure 9: Evolution des différentes stratégies d'investissements ISR en 2013.....	19
Figure 10: Stratégie d'investissement ISR en pourcentage des actifs sous gestion.....	20
Figure 11: Evolution temporelle des stratégies de l'ISR en Suisse entre 2011-2013 ...	21
Figure 12: Répartition des encours ISR par classes d'actifs	21
Figure 13: Evolution des indices Stoxx Europe Islamic 50, Stoxx Sustainability 40 et Stoxx Europe 50.....	30

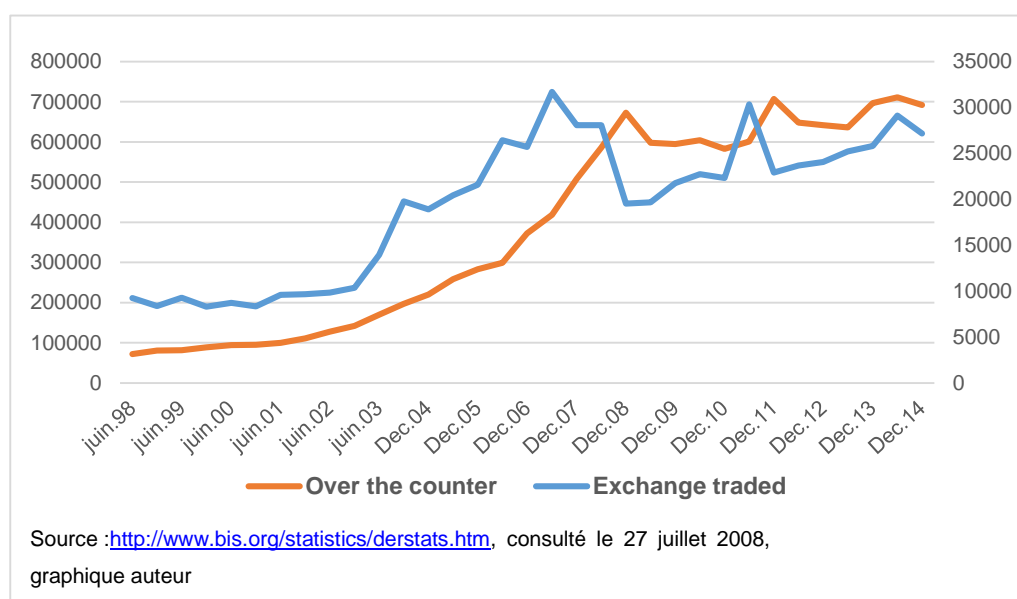
1. Introduction

L'instabilité et l'incertitude économique dans laquelle nous sommes plongés depuis maintes années, nous ont amenés à repenser le monde de la finance. La faillite de Leman Brothers et la crise grecque sont le témoignage de comportements abusifs, notamment en matière de spéculation sur les marchés financiers et de vente à découvert. L'absence de régulation, la sous-capitalisation, l'endettement excessif et le manque de liquidités font partie des facteurs qui ont amené notre économie réelle à plonger dans le chaos.

Avant de poursuivre dans notre raisonnement, il est important de comprendre comment est structuré le marché des transactions. Il existe deux types de marchés: le marché de gré à gré nommé OTC en anglais (Over the Counter) et le marché organisé, autrement dit, standardisé. Les contrats passés sur le marché de gré à gré étaient très peu régulés avant la crise. Après la faillite de Leman Brothers, de nouvelles réglementations ont été mises en place sur le marché OTC dans le but d'accroître la transparence des transactions et l'efficacité des marchés et ainsi éviter un risque systémique. L'absence de régulation et d'intermédiaire financier dans ce type de marché a été un facteur décisif dans le déclenchement de la crise.

Il est difficile, dès lors, de retrouver les différentes contreparties et déterminer à qui on doit combien et quand. Les produits OTC sont en partie responsables de la crise en termes de spéculation.

Figure 1: Evolution du marché des contrats OTC et standardisés



D'après l'économiste John Hull¹ : « La crise trouve son origine dans certains produits financiers obsolètes construits à partir des prêts immobiliers aux Etats-Unis (la crise des subprimes). Elle s'est rapidement diffusée aux autres pays ainsi qu'à l'économie réelle. Pendant la crise du crédit qui a débuté en 2007, on a observé « une fuite vers la qualité » (flight to quality) qui s'est traduite, pour les investisseurs et les institutions financières, par une recherche effrénée d'investissements peu risqués. Les investisseurs se sont dirigés vers des actifs considérés comme plus sûrs ». De ce fait, les institutions qui se finançaient à court terme ont alors éprouvé de grandes difficultés.

Les investissements peu risqués, au contraire, s'étalent sur le long terme, ce qui est le cas, comme nous allons le voir, des investissements *Shari'a* et socialement responsables. D'après l'article², « La finance islamique surperforme le marché grâce à ses critères éthiques » nous dit que : La crise financière de 2008 s'est transformée en une crise de confiance qui s'est propagée aux institutions financières.

De même le manque de considération éthique de certains acteurs sur le marché dans l'exécution de leurs tâches, n'ont fait que contribuer à donner une mauvaise image du but même de la finance qui est la circulation des capitaux et non la fuite de ceux-ci. Nous n'avons connu jusqu'à présent qu'un seul modèle dans la finance de marché. Après 30 ans ce dernier épuisé, a suscité des questions. Quel est le résultat de ce modèle ? Réponse : 1 % de la population contient 99 % des richesses.³

La crise financière a donné une opportunité à la finance islamique, ainsi qu'aux investissements socialement responsables de se faire une place d'autant plus importante dans le monde économique. Les investissements socialement responsables sont déjà présents dans notre mode d'investissement depuis longtemps. Cependant ces investissements qui sont ancrés depuis un certain temps ont aussi pris une place plus importante après la crise. Ils peuvent avoir une logique similaire à certains stades du processus d'investissement ce qui rejoint notre problématique de départ.

¹ HULL, John, 2014. « *Options, futures et autres actifs dérivés* » (p. 183)

² CARALP, Bernard, 2014. « *La finance islamique surperforme le marché grâce à ses critères éthiques* ». La Tribune 16 décembre 2015

³ Le Figaro : « *La crise financière de 2008 s'est transformée en crise de confiance qui s'est propagée aux institutions financières.* »

La finance islamique peut être considérée de nos jours comme une réelle alternative au système financier conventionnel. Le respect des principes *Shari'a*, éthiques et moraux est le meilleur moyen de créer de la valeur de manière durable. A travers ses investissements dans les *private equities*, la finance islamique favorise l'entrepreneuriat, le commerce et encourage le profit sur le long terme.

D'après la doctorante en science de gestion Lila GUERMAS-SAYEGH⁴ : « Les pays occidentaux ne s'intéressent que depuis les années 2000 à cette pratique, et ce pour deux raisons. La première est liée aux événements du 11 septembre 2001 et à la volonté des pays du Golfe de rapatrier leurs fonds vers les pays musulmans. La seconde réside dans le renouveau religieux des pays musulmans et leur souhait de réaliser des investissements locaux. Nous pouvons ajouter une troisième raison liée à l'aspect éthique de la finance islamique et à la volonté de certains investisseurs d'intégrer des valeurs morales dans leur comportement. »

En ce qui concerne les investissements socialement responsables, il faut savoir que la Suisse est un pays pionnier en matière d'investissement durable reposant sur le concept de développement durable. Les banques Suisses ont été les premières à lancer des fonds dans le domaine socialement responsable avec une dominante environnementale jusqu'à la fin des années 1990⁵. De plus la Suisse est l'un des rares pays à avoir inclus la durabilité dans sa Constitution Fédérale (article 73)⁶.

Il y a tout un univers de fond ISR. De nos jours, dans chaque société applique son approche positive et/ou exclusion en même temps. Les actifs sous gestion qui sont gérés de manière ISR continuent d'augmenter chaque année (+18 % en comparaison à 2013). Toutes les banques en font, les Assets Managers et tous les clients en font la demande lors de la construction de leurs portefeuilles. Actuellement on ne peut plus ignorer l'ISR dans la gestion d'actifs⁷. La taille des actifs gérés de nos jours ISR c'est au moins

⁴ GUERMAS-SAYEGH, Lila. 2011. « *La religion dans les affaires : La finance islamique* » (p.8)

⁵ DE BRITO, César, DESMARTIN, Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry, PERRIN François, 2005. « *L'Investissement Socialement Responsable*. » Paris (p.63)

⁶ Art 73 Développement durable : « La Confédération et les cantons œuvrent l'établissement d'un équilibre durable entre la nature, en particulier sa capacité de renouvellement, et son utilisation par être humain. »

⁷ Banque Lombard Odier & Cie

huit fois plus important que celle des « Hedge Funds ». Aujourd'hui, l'investissement socialement responsable est entré dans les mœurs des investisseurs. Pour pallier cette banalisation, il existe une nouvelle approche que nous allons développer par la suite qui est l'*Impact Investing*, laquelle a émergé en 2008.

Afin de mener à bien cette étude comparative entre ces deux types d'investissements, nous allons premièrement décrire les deux univers: la finance islamique et la finance socialement responsable. Nous allons d'abord introduire chacun d'eux, puis énoncer les fondements sur lesquels ils se basent, leurs principes, l'état du marché, les classes d'actifs etc.

Puis dans un deuxième temps, nous allons essayer d'établir un guide d'investissement *Shari'a* et socialement responsable dans le but de comprendre si les processus d'investissements sont similaires ou non. Dans cette optique, nous avons choisi des indices de références pour chaque type d'investissement. Pour accroître l'intérêt de cette étude, nous avons décidé de les comparer avec un indice boursier conventionnel. Ainsi nous pourrions comprendre la performance de chacun et analyser les différences constatées.

Nous allons poursuivre cette étude comparative en essayant de comprendre les aspects éthiques de ces investissements. Pour terminer, avant de répondre à notre problématique nous avons décidé d'aborder les limites de ces types d'investissements. Pourquoi cette décision? En effet, la finance islamique et socialement responsable qui étaient des approches jusqu'à présent marginales, ont commencé à être de plus en plus répandues. Comme nous le verrons, la finance islamique est vue comme une réelle alternative à la finance conventionnelle. La question se pose dès lors: que cache ce type d'investissement, du moins à quoi doit-on faire attention ?

2. La finance islamique

2.1 Définition

Nous allons rentrer dans le vif du sujet, vous initier au monde de la finance islamique. Mais avant de poursuivre ce sujet une définition s'impose. La finance islamique est une finance respectant les principes de la *Shari'a*.

Que veut dire dès lors *Shari'a* ? Du point de vue linguistique, le mot *Shari'a* renvoie à plusieurs significations mais, l'une d'entre elles se révèle particulièrement représentative dans le cadre de ce travail : « *Le mot Shari'a signifie voie ou sentier droit que l'on emprunte pour atteindre un objectif donné. Ceci suppose une origine (d'où l'idée de principe) et une arrivée (d'où l'idée de finalité).* »⁸

Le respect des principes de la *Shari'a* implique que celle-ci puise ses sources dans le « Coran » lequel représente le livre saint de l'Islam et la « Sounnah ». Il rend compte du message de Dieu tel que révélé au Prophète Mohammed. Il constitue la première source en termes de loi. Tout élément tiré d'autres sources juridiques doit impérativement être en totale conformité avec la parole de Dieu dans le Coran. La «Sounnah» englobe l'ensemble des enseignements transmis par le Prophète Mohammed au travers de ses paroles, ses expressions, ses actes, et son approbation tacite.⁹

La foi musulmane estime que le bénéfice devrait être le fruit d'efforts accomplis, ce qui n'est pas le cas dans les investissements dominés par la pratique de l'intérêt. Il est interdit de générer de l'argent avec de l'argent, pas de spéculation. Le banquier et le client vont créer un réel partenariat. Celui-ci va prêter de l'argent à son client afin qu'il puisse développer son affaire. Une fois que l'entreprise commence à réaliser un chiffre d'affaire, le client partagera les bénéfices avec le banquier. Il est important de le rappeler que durant tout ce processus aucun intérêt n'est prélevé. Lorsqu'on parle de

⁸ BALBES, Abderrazak. 2010. « *Le lien entre Finance et économie Islamiques via le modèle principal ZR* ». Etude en Economie Islamique. Vol 4. N°1. Janvier 2010. : <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr023.pdf> (p.18)

⁹ BENLAHMAR, Imad. 2010. « *La finance islamique est-elle un rempart à la finance Conventionnelle face à la crise?* »

finance islamique : on parle de finance participative, on partage les pertes et profits, un principe clef qui revient dans ce type d'investissement.¹⁰

Finalement, la finance islamique concilie activité bancaire classique et préceptes coraniques. Tout comme la finance conventionnelle, elle va rechercher le profit mais sans pour autant négliger le respect de ses valeurs. On parle de la finance islamique comme étant une économie socialement responsable.

2.2 Les origines des investissements *Shari'a*

2.2.1 Les fondements

Les principes et fondements de la finance islamique découlent du droit et de la jurisprudence islamique. Il s'agit avant tout d'une finance qui se caractérise par une dimension morale, solidaire, équitable et socialement responsable. Le droit islamique est en effet très attaché à la notion d'équilibre contractuel et de gain mutuel¹¹. D'après l'article qui abordait le poids réel de la finance islamique, elle est vue comme une construction contemporaine. Cela a mis du temps avant d'avoir un système financier complet. Dans ses origines, il n'y avait que l'interdiction du *riba*, qui signifie intérêt.

Les origines modernes de cette finance remontent aux années 1960, avec l'expérience des caisses rurales « MitGammar » en Egypte et du « Pilgrim's Management Fund » (Tabung Hadji) en Malaisie. Ces institutions avaient comme objectif de réduire l'exclusion bancaire et de promouvoir le développement des couches défavorisées de la population. Leur activité, qui avait essentiellement un objectif de développement, restait confinée au niveau local.¹² Toutefois d'après les recherches de nombreux économistes, la véritable naissance de la finance islamique moderne serait plutôt située au début des années 1970, au carrefour de la montée du panislamisme et du boom pétrolier. L'ascension de la finance islamique est une conséquence directe de la

¹⁰ BALBES, Abderrazak. 2010. « *Le lien entre Finance et économie Islamiques via le modèle principal ZR* ». Etude en Economie Islamique. Vol 4. N°1. Janvier 2010 : <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr023.pdf> (p.16)

¹¹ HERNALSTEN, Martin, 2012. « *La finance islamique : vous avez dit investissement halal ?* ». Réseau Financement Alternatif

¹² La finance pour tous, *La finance islamique*, 6 Novembre 2012
<http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Finance-islamique/Origines-et-fondements-de-la-finance-islamique>

mise en exploitation des gisements du pétrole dans le Golfe Persique et des richesses générées par cette industrie.

2.2.2 Les principes

Investir *Shari'a* implique le respect de certains principes¹³ spécifiques, lesquels comprennent :

- l'interdiction de pratiquer l'intérêt usuraire
- le partage des pertes et des profits
- les transactions doivent être adossées à des actifs tangibles
- l'interdiction de spéculer et d'effectuer des ventes à découvert
- l'interdiction d'investir dans des activités jugées illicites : l'industrie porcine, l'alcool, la pornographie, les services financiers traditionnels, les jeux du hasard, les armes et munitions.

Investir dans des actifs tangibles par exemple, garantirait une meilleure traçabilité des opérations financières ce qui n'est pas le cas des opérations financières réalisées sur le marché OTC comme nous l'avons expliqué auparavant. La philosophie islamique consiste d'une certaine manière à ne pas vendre ce que nous ne possédons pas. Les principes de la finance islamique se basent sur des préceptes de la foi musulmane autrement dit de la *Shari'a*. D'après l'article rédigé par Zerouali MOSTEFA¹⁴: « les principes islamiques sont l'interprétation pratique et l'application sur les finances de règles et de la loi d'inspiration religieuse à savoir : l'exercice et le financement des activités licites uniquement, l'exercice et le financement des activités soumises aux règles morales justes et communes des marchés, l'exercice et le financement des activités de la sphère réelle adossées à des biens réels (actifs tangibles) et non aux activités spéculatives adossées à des titres financiers. L'exercice et le financement des activités respectent la morale islamique, l'éthique et l'Humain ».

¹³ La finance pour tous, *La finance islamique*, 6 Novembre 2012

<http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Finance-islamique/Origines-et-fondements-de-la-finance-islamique>

¹⁴ BALBES, Abderrazak. 2010. « *Le lien entre Finance et économie Islamiques via le modèle principal ZR* ». Etude en Economie Islamique. Vol 4. N°1. Janvier 2010 :

<http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr023.pdf>

Le mécanisme financier islamique est un univers particulier, voir complexe¹⁵. Les produits financiers islamiques répondent non seulement à un besoin réel, mais remplissent également une fonction économique utile en répondant aux principes directeurs de la pensée financière et monétaire islamique, notamment l'interdiction de l'usure (*riba*) et l'interdiction des transactions incertaines. La finance islamique ne prône pas la spéculation sur les marchés financiers (les investissements à effet de levier).

2.3 Une nouvelle tendance

2.3.1 Introduction

D'après un article paru récemment dans Le Temps¹⁶, « On constate une augmentation importante de la communauté musulmane par rapport au reste du monde. Cette augmentation est même qualifiée de disproportionnée. Les musulmans constituent 23% de la population mondiale, ce qui équivaut à 2,6 milliards de personnes. Cette communauté religieuse forme une majorité dans 56 pays, dont certains ont un fort dynamisme économique, des revenus en hausse et des exigences grandissantes en matière de prestations financières et de prévoyance. Et avant tout elles disposent de plus de 800 milliards de dollars à investir ». Seule une petite partie des disponibles est investie dans des produits islamiques, ce qui indique que ce marché est encore inexploité voir un marché de niche.¹⁷

2.3.2 Une finance en plein essor

L'importance grandissante de la finance islamique, principalement depuis la crise financière, a forcé le monde de la finance à s'adapter, voir même de trouver une réelle opportunité à offrir des produits financiers adaptés aux convictions religieuses de cette population. Malgré une croissance significative au cours de la dernière décennie, le système financier islamique n'est pas encore très répandu (représentant moins de 1% du système financier mondial). L'industrie doit encore construire des économies

¹⁵Novethic, note de travail, « *Fiance islamique et ISR : convergence possible ?* » Mai 2009

http://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Note_Finance_Islamique.pdf (voir annexe mécanisme financier islamique)

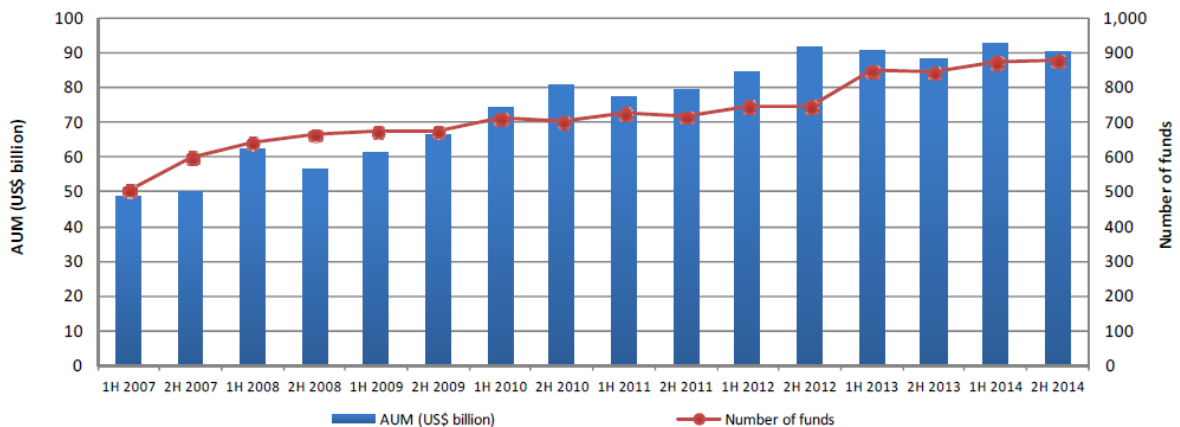
¹⁶ SINGH, Sandeep, 2014. « *Les placements conformes à la charia conquièrent le monde* ». Le Temps

¹⁷ HASSAN, Kabir, Girar, Eric. 2012. « *Investissement fondé sur la foi : Cas des Indice Dow Jones Islamiques.* » Etude en Economie Islamique. Vol 5. N°2. Mai/Juin 2012 : <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr014.pdf> (p.22)

d'échelle importantes¹⁸.

Afin de comprendre l'ampleur de cette industrie financière, regardons ce graphique lequel représente l'évolution, la croissance des actifs islamiques sous gestion ainsi que le nombre de fonds depuis 2007.

Figure 2 : Croissance des actifs sous gestion et des fonds islamiques



Source : www.eurekahedge.com, consulté le 12 juillet 2015

D'après l'article dans Le Temps, « *La finance islamique monte en puissance* » : « La demande de fonds d'investissements conforme aux critères islamiques continue d'augmenter. Nous allons développer par la suite les critères à devoir respecter (plus de 900 fonds de placement sur le marché avec un patrimoine de plus de 50 milliards. Les avoirs de fonds continuent d'accroître. Au 1er trimestre 2013 ils représentent 68,9 milliards de dollars ».

Quelle est la situation en Suisse ? Il y a un réel potentiel de marché. La Suisse, plus précisément les banques devraient saisir l'occasion pour établir une véritable coopération avec leurs homologues dans le monde arabo-musulman. Ils pourront ainsi assurer une meilleure intégration des produits islamiques au sein de leurs produits, surtout vu les bouleversements politiques intervenus dans les pays arabes, qui poussent les personnes fortunées à placer davantage leur argent à l'étranger.

Certains considèrent la Suisse comme le « coffre-fort du Moyen-Orient » face aux risques-pays. Il est important de souligner que l'Association Suisse des banquiers

¹⁸ABUALKHAIR Ayman 4 Septembre 2013, « *La Suisse peut devenir leader mondial de la finance islamique* », Le Temps, http://www.letemps.ch/Page/Uuid/aad8b83c-1498-11e3-9da5-8ad4c0806839/La_Suisse_peut_devenir_leader_mondial_de_la_finance_islamique

(ASB) a estimé les avoirs des clients arabes en Suisse à 200 milliards de dollars. Les banques Suisses montrent un intérêt grandissant pour cette finance. Cela nous a été confirmé au cours d'une discussion auprès d'un financier traitant avec des clients non-musulmans et musulmans, la demande est grandissante. Les avoirs que ces personnes détiennent sont colossaux et ne demandent qu'à être investis de manière conforme à la *Shari'a*.¹⁹ Toutes les banques ne possèdent pas les produits adaptés à cette demande. De ce fait les gérants par exemple ont dû s'adapter et trouver des moyens pour leur créer sur mesure un portefeuille *Shari'a*.

2.4 Les classes d'actifs

Maintenant, posons-nous la question de savoir quelles sont les classes d'actifs utilisées pour un investissement *Shari'a*? Le défi de cette finance était de transposer les principes de la *Shari'a* aux marchés financiers que cela soit obligataire, immobilier, *private equity* et actions via les fonds islamiques. Les actions ou *equities* dans les fonds d'investissements islamiques se retrouvent en majorité.

Il existe une explication à cette tendance. Il faut savoir que 70 à 90 % des investisseurs musulmans préfèrent investir dans des fonds islamiques. L'allocation des fonds est généralement répartie comme suit :

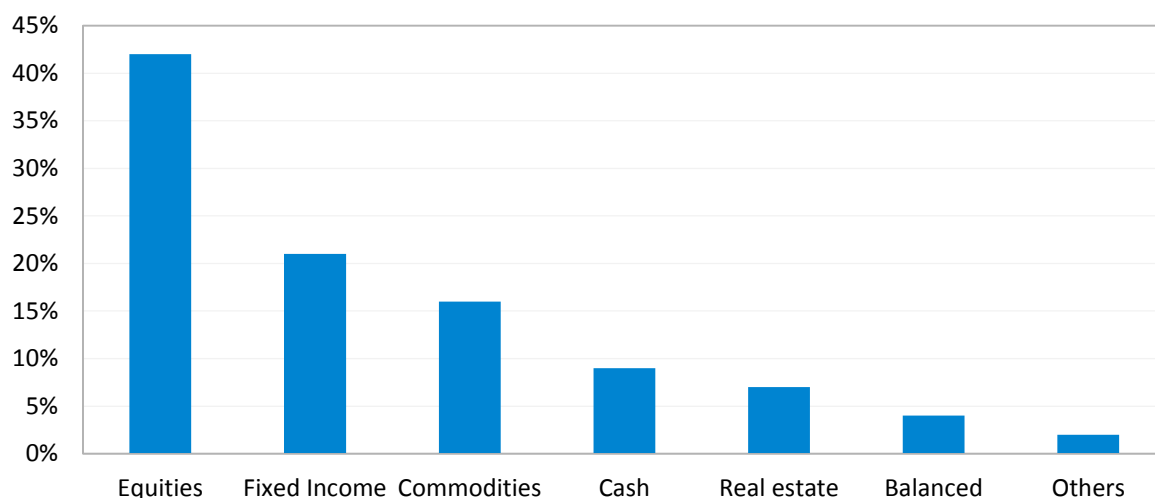
- 15 % d'investissements dans l'immobilier,
- 5 % dans les contrats à revenus fixes
- 80 % dans les actions.

La forte proportion d'actions dans les fonds islamiques s'explique par le caractère accessible et local des titres.²⁰ Nous allons vous illustrer nos propos par un exemple concret à savoir d'un fond sur indice islamique.

¹⁹ ABUALKHAIR Ayman 4 Septembre 2013, « *La Suisse peut devenir leader mondial de la finance islamique* », Le Temps, http://www.letemps.ch/Page/Uuid/aad8b83c-1498-11e3-9da5-8ad4c0806839/La_Suisse_peut_devenir_leader_mondial_de_la_finance_islamique

²⁰ GUERMAS-SAYEGH, Lila. 2011. « *La religion dans les affaires : La finance islamique* » (p.23)

Figure 3: Répartition des classes d'actifs



Source : eureka hedge.com, consulté le 13 mars 2015,
graphique auteur

21

Effectivement, ce graphique démontre que les *equities* sont la classe d'actifs la plus ré pondue.

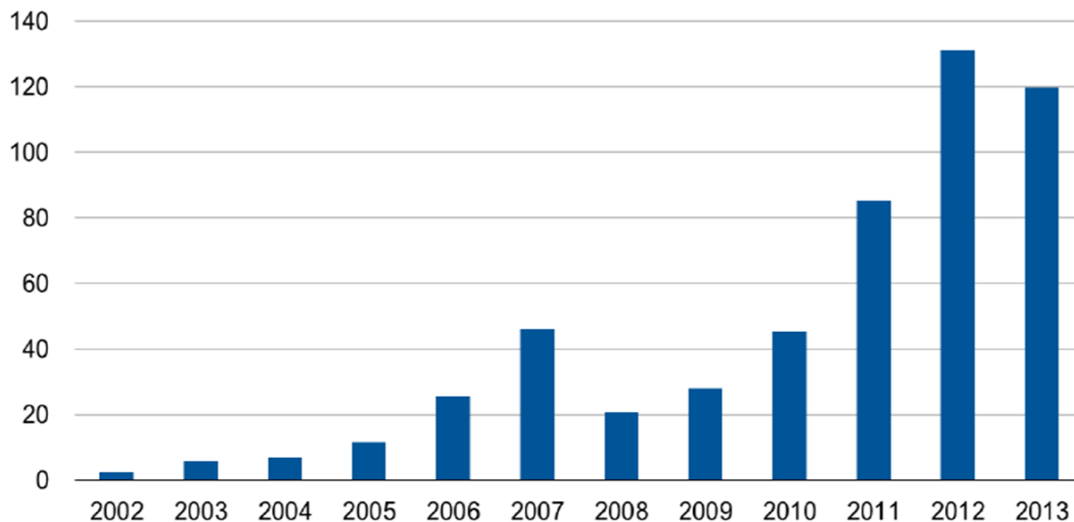
Puis pour finir il y a les *Sukuks* qui sont des produits obligataires, investis d'une manière diversifiée dans des actions cotées, du *private equity* ou des biens immobiliers. Mais comment fonctionnent-ils ? Compte tenu de l'interdiction de l'intérêt, les *Sukuks* sont structurés de telle sorte que les paiements de coupons sont en réalité un fermage, un loyer ou un gain, qui sont ensuite transférés à leurs détenteurs. Les *Sukuks* se distinguent, par comparaison aux emprunts conventionnels par une durée plus courte, une volatilité plus faible et une corrélation moindre aux autres catégories de placements, ce qui est intéressant dans un environnement de hausse des taux.

De plus la solvabilité des *Sukuks* est exceptionnellement bonne, étant donné que l'Islam se prononce contre un degré d'endettement élevé. Désormais les *Sukuks* sont

²¹ Euerakahedge February report 2015 [PDF] <http://www.eureka hedge.com/>

une classe d'actifs qui se démocratise²². Ils font partis intégrante du système financier mondial.

Figure 4: Emissions mondiales de *Sukuks* (en milliards de dollars)



Source : <http://global.beyondbullsandbears.com/fr/2014/09/30/les-Sukuk-une-classe-dactifs-qui-se-democratise/>, consulté le 9 juillet 2015

Le marché des *Sukuks* devrait continuer à évoluer car son dynamisme attire de nouveaux émetteurs sur les marchés financiers islamiques. De plus, pour les investisseurs non islamique, les *Sukuks* leur offrent une opportunité d'élargir leurs allocations obligataires existantes. Certains de ces instruments obligataires sont adossés à des actifs corporels, comme des biens immobiliers ou des projets d'infrastructures. De ce fait comme nous l'avons cité plus haut, les *Sukuks* ont tendance à être moins sensibles aux événements du marché et sont plus faiblement corrélés aux autres classes d'actifs comme les obligations mondiales, les actions internationales et les matières premières (volatilité plus élevée)²³.

²² Franklin Templeton, « *Beyond Bulls & Bears* », Septembre 2014

<http://global.beyondbullsandbears.com/fr/2014/09/30/les-Sukuk-une-classe-dactifs-qui-se-democratise/>

²³ KRONFOL, Mohieddine, 2014. « *Les Sukuks : une classe d'actifs qui se démocratise* ». Franklin Tempelton Investments

2.5 Conclusion intermédiaire

Quel est le lien entre la finance et l'économie islamique ?

La finance islamique se veut être une finance d'économie réelle. Qu'entendons-nous par-là ? Le fruit des produits financiers dans lesquels nous investissons ne doit pas provenir des investissements sur des produits que nous n'avons pas à notre actif. Le but étant de mériter le fruit de nos investissements. L'interdiction de l'usure a pour but de promouvoir la compétitivité économique réelle basée principalement, sur le marché des produits réels et non le marché des produits financiers immatériels.

D'une manière générale nous pouvons affirmer que la finance islamique se rapproche d'une économie au service de la société. Dans un contexte économique tel que le nôtre, la finance islamique prend tout son sens. Les différentes études menées par des chercheurs comme celle d' Abderrazak BELABES²⁴ confirment ces propos : *« Cette crise a suscité de vives critiques de tout bord condamnant la déconnexion de plus en plus prononcée entre le monde de l'économie réelle et celui de la finance qui a perdu tout repère : primauté des résultats à court terme, explosion de l'endettement, transfert des risques de crédits de titrisation, manipulation des bilans, coûts cachés des fusions-acquisitions, bonus exorbitants pour les dirigeants. La planète vit désormais sous le spectre d'un effondrement du système financier et une remise en cause sérieuse des bases du système économique dominant. Avec la finance islamique on prône pour une répartition plus équitable des richesses et un système économique mondial plus stable »*.

L'article²⁵ du Crédit Suisse met en avant « que de nombreux pays commencent désormais à repenser leur attitude à l'égard de la finance islamique. La conformité à la *Shari'a* est devenue un argumentaire pour de nombreuses sociétés et pays du monde musulman et au-delà. Ce qui était perçu comme une restriction à l'action économique est ainsi devenue une source de bénéfices de la finance moderne ».

²⁴ BALBES, Abderrazak. 2010. « *Le lien entre Finance et économie Islamiques via le modèle principal ZR* ». Etude en Economie Islamique. Vol 4. N°1. Janvier 2010. : <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr023.pdf>

²⁵ LEINS, Stefan, Crédit Suisse, Février 2011. « *Intégrer les valeurs de l'Islam dans la finance* »

3. Les investissements socialement responsables

3.1 Définition

Nous allons maintenant aborder notre deuxième partie d'analyse, les investissements socialement responsables. Nous allons tenter de vous donner une définition afin de mieux comprendre cette approche. L'investissement socialement responsable (ISR) est un terme générique qui désigne les diverses démarches d'intégration du développement durable au sein de la gestion financière.²⁶ Il s'agit d'une forme de placement qui prend en compte dans son analyse les critères liés à l'Environnement, au Social et à la Gouvernance²⁷. Autrement dit, l'ISR peut être défini comme l'application du concept de développement durable aux placements financiers²⁸.

3.2 Les origines de la finance socialement responsable

3.2.1 Les fondements

D'après le guide L'ISR, un placement pour les particuliers : « La première forme d'investissement socialement responsable serait née aux Etats-Unis dans les années 20 à la suite de l'initiative des congrégations religieuses qui refusaient d'investir dans les « valeurs de péché » c'est-à-dire l'alcool, la pornographie, jeux du hasard, tabac, etc. Sans considération pour la performance financière des valeurs écartées. Elle a pris ensuite une approche plus laïque et militante en ciblant, dans les années 70, des causes comme l'Apartheid, la guerre du Viêt-Nam, les Droits de l'Homme, le nucléaire, etc. »

²⁶Comprendre l'ISR, Définitions & Objectifs : www.novethic.fr

²⁷ FEDERATION BANCAIRE FRANCAISE, 2012. « *L'ISR un placement pour les particuliers* », septembre 2012.; <http://www.fbf.fr/fr/files/9FTDZE/MG-HS%20-%20ISR.pdf>

Les critères ESG sont utilisés pour évaluer la prise en compte par une entreprise des impacts Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance.

- Les critères environnementaux portent sur l'impact direct ou indirect de l'activité de l'entreprise sur l'environnement.
- Les critères sociaux portent sur l'impact direct ou indirect de l'activité de l'entreprise sur les parties prenantes par référence à des valeurs universelles (droits de l'homme, normes internationales du travail etc.)
- Les critères de gouvernance portent sur la manière dont l'entreprise est dirigée administrée et contrôlée, et notamment les relations qu'elle entretient avec ses actionnaires, son conseil d'administration et sa direction.

²⁸ FEDERATION BANCAIRE FRANCAISE, 2012. « *L'ISR un placement pour les particuliers* », septembre 2012.; <http://www.fbf.fr/fr/files/9FTDZE/MG-HS%20-%20ISR.pdf>

Par la suite, une seconde forme de l'ISR est apparue au cours des années 80, prenant en compte le fait que de bonnes pratiques sociales, environnementales et de gouvernance (critères ESG) pouvaient avoir un impact positif sur les résultats financiers d'une entreprise ainsi que sur sa valeur boursière. De ce fait, des agences de notation extra-financières sont alors apparues pour fournir aux investisseurs des informations destinées à les aider à sélectionner les meilleures entreprises au sein de chaque secteur d'activité ou spécialisées dans une thématique donnée tel que l'environnement, les énergies renouvelables, la gestion de l'eau, etc.²⁹

Mais la question de cet impact positif reste controversée dans de nombreux débats. L'ISR se fonde sur une pensée prête à sacrifier des profits en échange d'un bénéfice éthique.³⁰ Mais le discours a bien changé : la responsabilité serait synonyme de profits supérieurs. Nous aborderons par la suite la question de la performance plus loin de notre étude comparative.

3.2.2 Les principes

Après avoir étudié les fondements de l'investissement socialement responsable, nous allons nous pencher sur les principes qui ont vu le jour bien plus tard.

Des principes sur les investissements socialement responsables ont été établis par un groupe international d'investisseurs institutionnels en raison de l'importance croissante des questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise concernant les différentes pratiques de gestion. Les critères ESG doivent être inclus dans le processus de décision d'investissement. Les principes se sont développés autour des critères ESG et se déclinent en six principes.

Il faut savoir que ce processus a été institué par le Secrétaire Général de l'Organisation des Nations Unies. Outre l'application des critères ESG qui peuvent influencer sur la performance d'un portefeuille d'investissement, l'application de ces principes pourront mettre les investisseurs en phase avec les grands objectifs de la société. Le graphique ci-dessous³¹ représente l'évolution du nombre de signataires

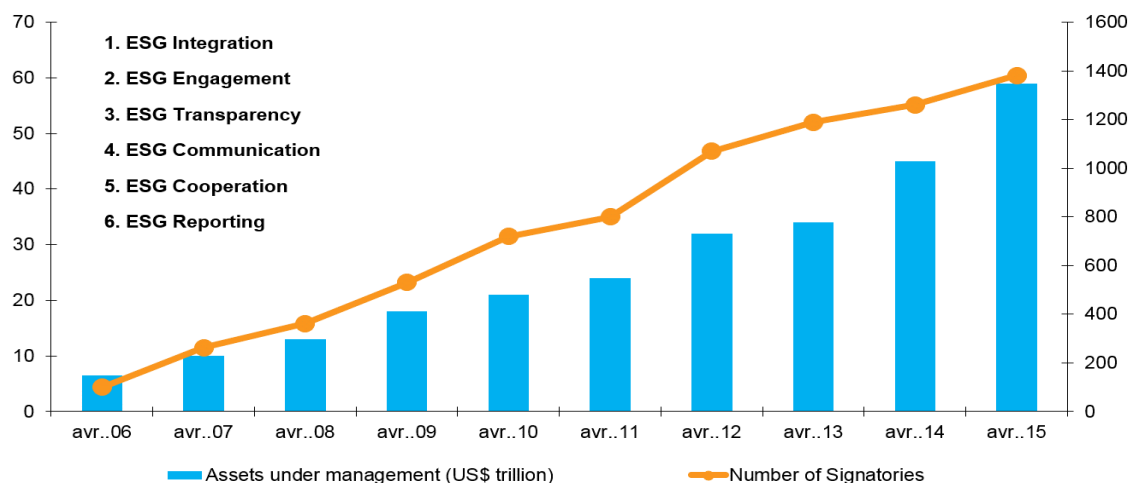
²⁹FEDERATION BANCAIRE FRANCAISE, 2012. « *L'ISR un placement pour les particuliers* », septembre 2012, : <http://www.fbf.fr/fr/files/9FTDZE/MG-HS%20-%20ISR.pdf>

³⁰ BAECHLER, Jean-Pascal, 2009. « *Fond socialement responsable : l'intérêt subsiste malgré la crise* ». Le temps 23 mars 2009. Disponible à l'adresse : http://www.letemps.ch/Page/Uuid/4b8749ae-172a-11de-b97a-c6ba03d06cfb/Fonds_socialement_responsables_lint%C3%A9r%C3%AAt_subside_malgr%C3%A9_la_crise

³¹ Principles for Responsible Investment : <http://www.unpri.org/news/pri-fact-sheet/>

ainsi les actifs sous gestion qui appliquent ces principes directeurs. On constate un boom impressionnant entre avril 2013 et 2015 une augmentation de presque plus de la moitié.

Figure 5: Evolution du nombre de signataires adhérant aux six principes et les actifs sous gestion



Source : UNPRI : <http://www.unpri.org/news/pri-fact-sheet/>,
consulté le 31 juillet 2015

3.3 Une nouvelle tendance ?

3.3.1 Introduction

Les investissements socialement responsables ne sont pas un phénomène nouveau. Ils sont encore plus anciens que la finance islamique. Le phénomène ISR a débuté il y a de nombreuses décennies.

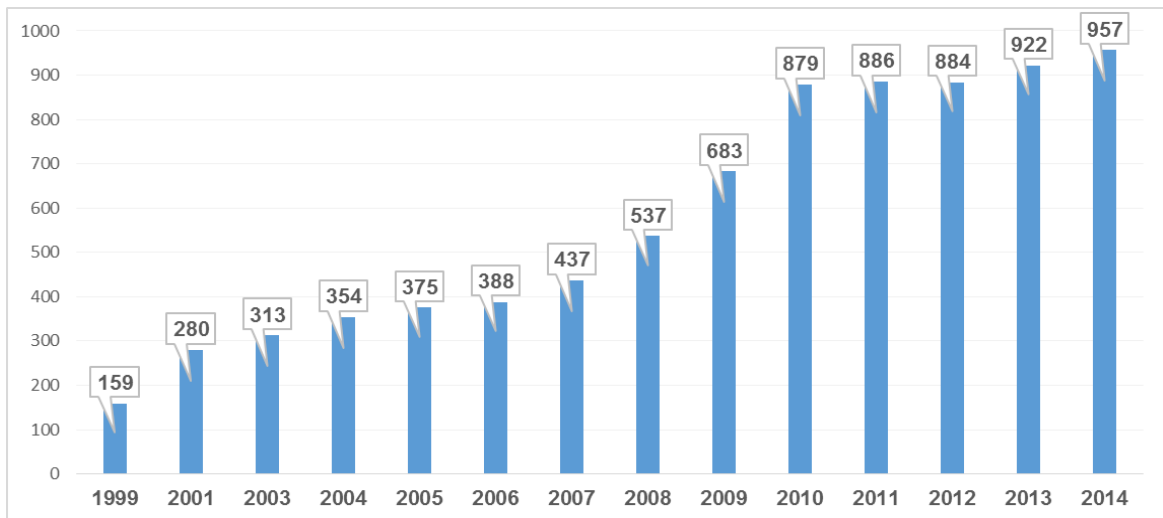
3.3.2 Une finance en constante évolution

La demande pour les fonds socialement responsables est en constante évolution. D'après un article paru dans Le Temps³² : «L'intérêt pour ces fonds a continué de subsister malgré la crise. En ce qui concerne les fonds thématiques comme que les énergies propres ont plus souffert. Mais l'afflux dans des produits plus diversifiés, en actions, en obligations ou en allocation d'actifs a compensé ces retraits». L'année 2014 représente une nouvelle année de croissance pour les fonds ISR européens dédiés

³²BAECHLER, Jean-Pascal, 2009. « *Fond socialement responsable : l'intérêt subsiste malgré la crise* ». Le temps 23 mars 2009 : http://www.letemps.ch/Page/Uuid/4b8749ae-172a-11de-b97a-c6ba03d06cfb/Fonds_socialement_responsables_lint%C3%A9r%C3%AAt_subside_malgr%C3%A9_la_crise

aux particuliers. Afin d'avoir une idée plus concrète sur cette évolution favorable de ce type d'investissements nous allons analyser la croissance du marché ISR en Europe.

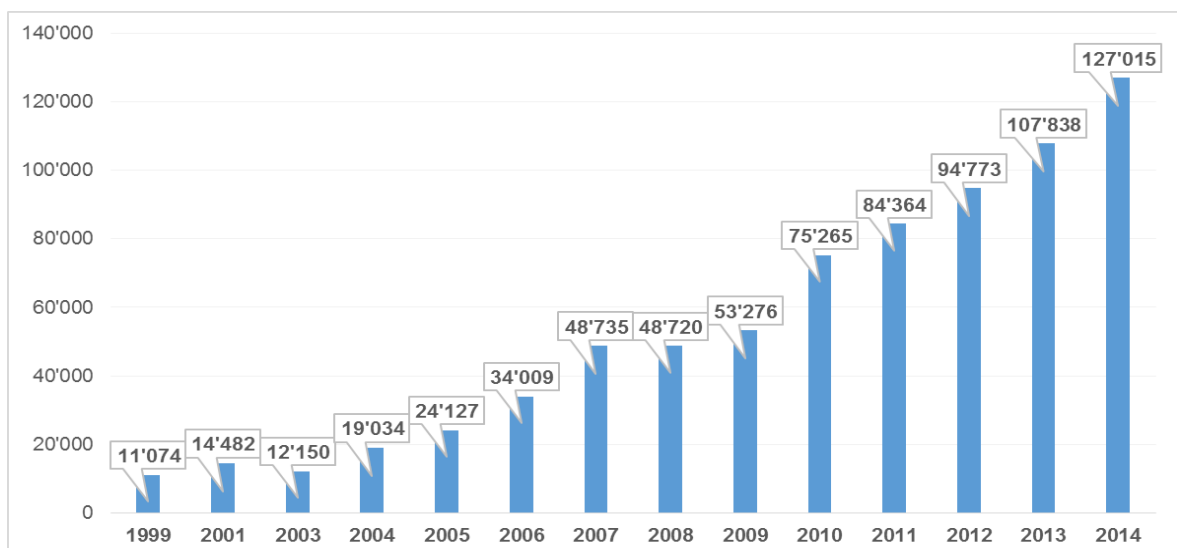
Figure 6: Evolution du marché de fonds ISR en Europe



Source :Vigeo, rapport annuel 2014,consulté le 30.03.2014, graphique auteur

D'après l'étude menée récemment par Vigeo, nous pouvons constater que le marché des fonds ISR européens dédiés aux particuliers a continué de croître. Le montant des actifs de ces fonds s'élève à présent à 127 milliards d'euros (108 l'année passée) avec 957 fonds (922 en 2013).

Figure 7: Nombre d'actifs sous gestion de fonds ISR en Europe entre 1999 et 2014



Source :Vigeo, rapport annuel 2014,consulté le 30.03.2014, graphique auteur

En Suisse, il faut savoir que les investissements socialement responsables sont presque partis de zéro en 1996 pour atteindre un chiffre de 34 milliards en 2007, soit

une croissance moyenne de 70% par an. D'après une étude menée par un étudiant de la Haute Ecole de gestion de Genève³³, la demande provient aux deux-tiers, des caisses de pension. Quant aux particuliers, seuls 7,6 % ont investi dans de tels produits. Il s'agit en majorité de cadres à revenu élevé, qui admettent souvent qu'il s'agit d'un moyen de se donner bonne conscience.

3.4 Les différentes stratégies d'investissement ISR

Que veut dire concrètement investir socialement responsable ? Il faut pour cela préciser qu'il y a plusieurs stratégies ou approches possibles avec chacune une méthodologie et ses critères particuliers. Il n'y a pas qu'une manière d'investir ISR, comme nous allons le voir. Avant de vous présenter les différents graphiques pour mieux comprendre l'évolution de ces différentes stratégies, il est pertinent de les énumérer :

- Best in Class
- Exclusions basées sur les normes
- Domaines pionniers/thèmes
- Exclusions négatives
- Engagement
- Intégrations des critères ESG
- Impact Investing

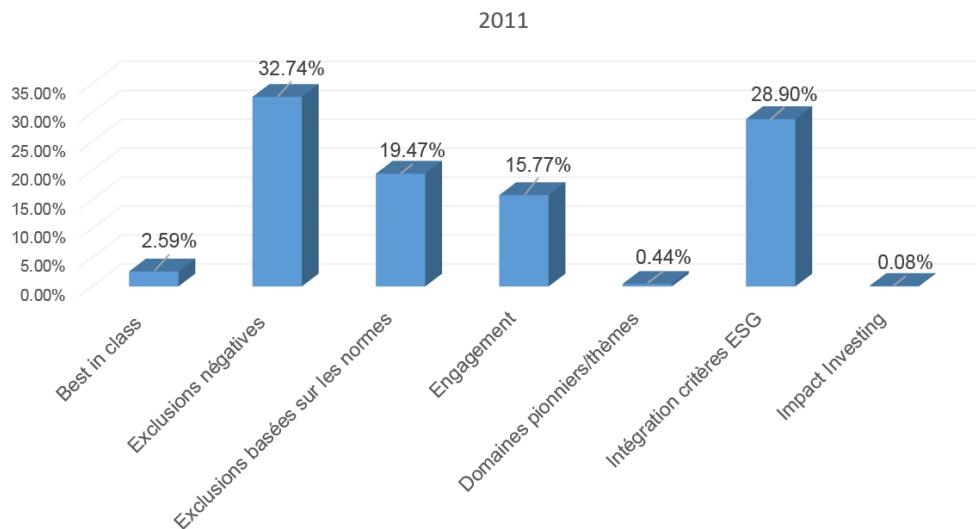
L'*Impact Investing* est encore un marché de niche. Il n'existe que depuis 2008. Cette approche mérite un approfondissement car de notre point de vue il s'agit d'une stratégie d'investissement qui se rapproche au mieux de la finance islamique. Nous allons l'expliquer le pourquoi de ce choix. La finance islamique prône pour l'amélioration de la condition de l'homme, l'établissement de l'équité sociale. L'*Impact Investing*, quant à lui, favorise le changement social et environnemental par l'intermédiaire des entreprises en mettant le capital au service de la société. C'est une approche qui va au-delà de l'investissement socialement responsable.

Il s'agit de développer des projets dans la finalité est de résoudre un problème social et environnemental. Cette approche vient compléter l'ISR. Il peut être défini comme la

³³ FELDER Yves, 2008. « *Approche comportementale des investissements socialement responsables.* » Genève : Haute Ecole de Gestion. Travail de bachelor [consulté le 10 juillet 2015] Disponible à l'adresse : <http://doc.rero.ch/record/11382/files/ACISR.pdf> (p.5)

pointe de l'investissement durable. L'approche *Impact Investing* est un marché de niche qui correspond environ à une centaine de milliards. Les USA sont leaders dans cette thématique, ce marché qui grandit très vite environ 30% par an.

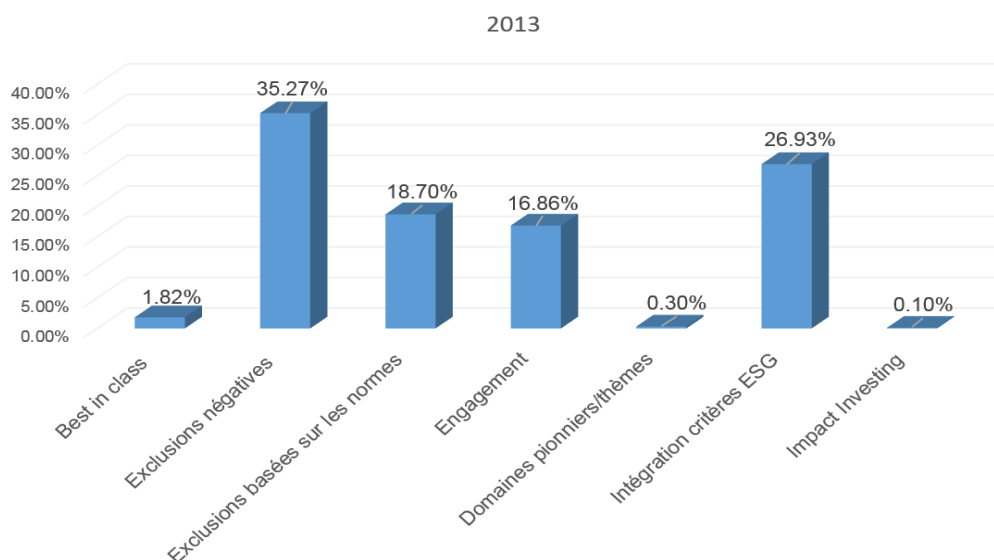
Figure 8: Evolution des différentes stratégies d'investissements ISR en 2011



Source : Eurosif 2014, consulté le 31 juillet 2015, graphique auteur

En 2011, nous pouvons constater que la stratégie d'exclusion comporte la part d'investissements la plus élevée avec un pourcentage de 32,74.

Figure 9: Evolution des différentes stratégies d'investissements ISR en 2013



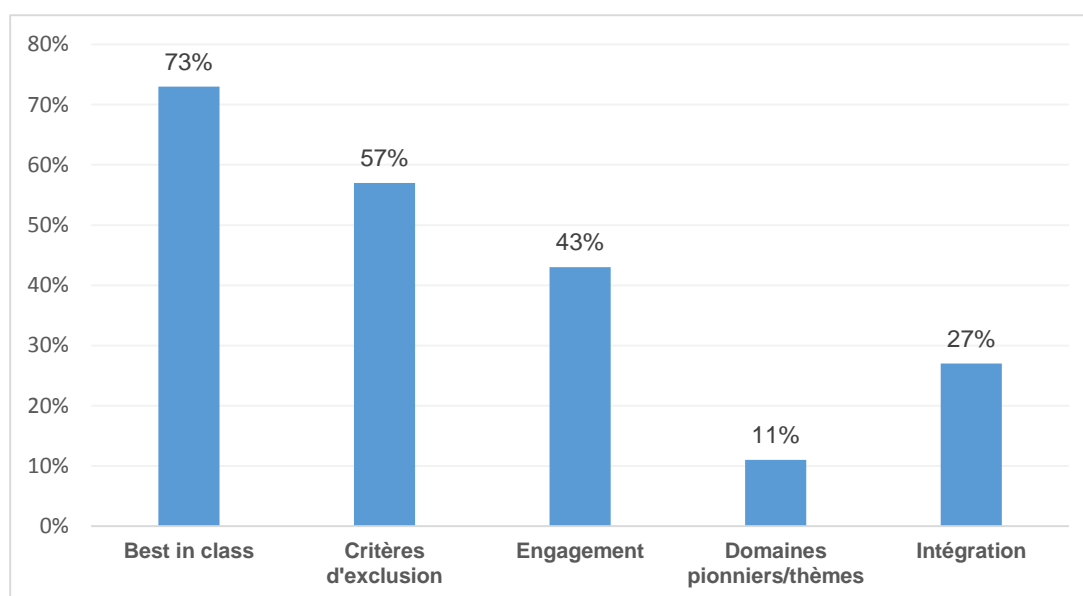
Source : Eurosif 2014, consulté le 31 juillet 2015, graphique auteur

En 2013, la tendance se poursuit avec une augmentation allant à 35,27%. Bien qu'il existe aujourd'hui une palette diversifiée de stratégies d'investissement d'ISR, la stratégie qui est dominante est celle de l'exclusion négative. Ceci s'explique par le fait qu'elle fut la stratégie qui a pavé la voie au développement de la finance durable. En

Suisse, la tendance en 2006 était d'opter pour une stratégie *Best-in Class*. Mais elle s'est renversée aujourd'hui.

Quelles sont les tendances en Suisse en 2006, 2011 et 2013 ? Mais avant d'observer les résultats une définition s'impose à ce stade sur l'approche *Best-in-Class*. Dans le cadre de l'investissement socialement responsable (ISR), l'approche *Best-in-Class* est un type de sélection ESG qui va privilégier les entreprises les mieux notées du point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité³⁴.

Figure 10: Stratégie d'investissement ISR en pourcentage des actifs sous gestion

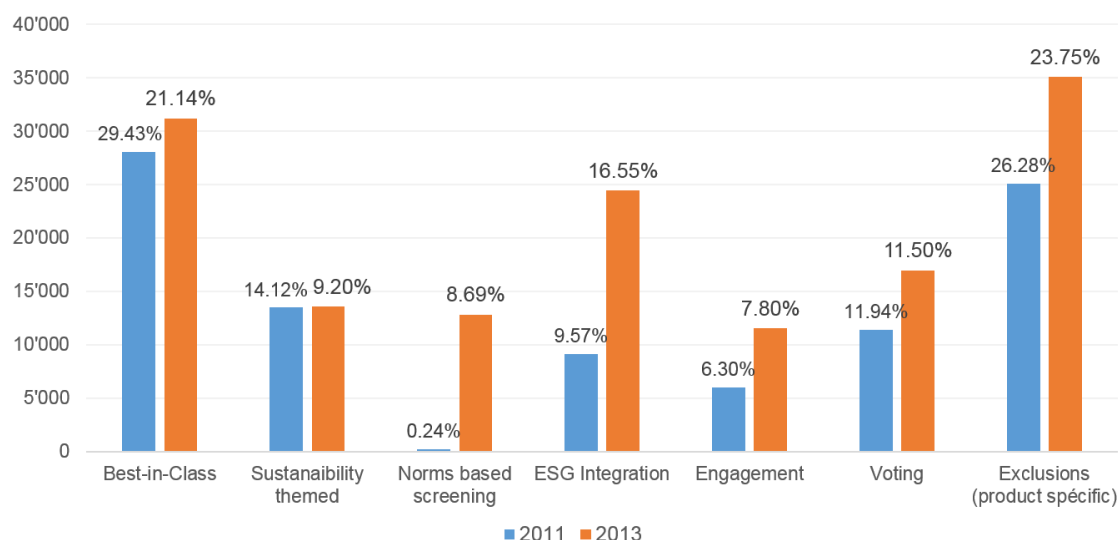


Source : Eurosif 2006, consulté le 31 juillet 2015, graphique auteur

Comme nous pouvons le voir, en 2006 l'approche *Best-in-Class* représente 73% des actifs sous gestion et l'approche exclusion 57%. Désormais si l'on regarde cette évolution entre 2011 et 2013 en Suisse on constate que l'approche *Best-in-Class* perd de sa popularité au profit de l'approche exclusion. En 2013, l'approche exclusion représente 23,75 % par rapport au total des actifs sous gestion en comparaison du *Best-In-Class* 21,14%. Toujours dans cette même optique, Novethic confirme cette tendance. On s'éloigne de cette approche d'investissement pour la gestion des fonds ISR afin évoluer vers des choix sectoriels plus marqués ».

³⁴ Comprendre l'ISR : <http://www.novethic.fr/isr-et-rse/comprendre-lisr.html>

Figure 11: Evolution temporelle des stratégies de l'ISR en Suisse entre 2011-2013

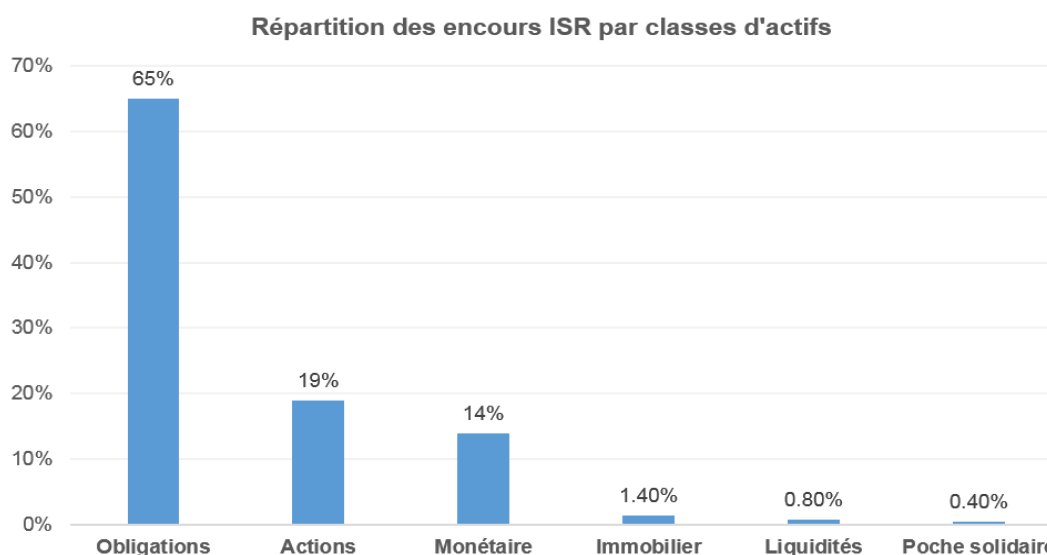


Source : Eurosif 2014, consulté le 31 juillet 2015, graphique

3.5 Les classes d'actifs

Concernant la répartition des fonds socialement responsables, nous avons trouvé les derniers chiffres qui ont été publiés par la société Novethic. Voici les dernières tendances qui en ressortent.

Figure 12: Répartition des encours ISR par classes d'actifs



Source Novethic, consulté le 31 juillet 2015, graphique auteur

Comme nous pouvons le constater les actifs ISR sont principalement des obligations. Effectivement plus de la moitié des encours ISR sont détenus sous forme d'obligations. Elles sont réputées plus stables et plus sûres au fil du temps par rapport aux actions.

3.6 Conclusion intermédiaire

Nous avons vu que l'investissement socialement responsable est une approche d'investissement qui a su évoluer au fil du temps, en intégrant dans son processus plusieurs styles d'investissements et des objectifs très différents. Lorsqu'on parle d'ISR on parle d'approches multiples, de fonds multiples et d'actifs multiples. L'ISR a adopté des approches moins moralistes en postulant qu'il favorise une performance économique. La morale n'étant plus partie intégrante du processus d'investissement, du moins par rapport aux critères sélectionnés. Désormais, il ne s'agit plus d'exclure une entreprise dès qu'elle ne respecte pas tous les critères, mais de choisir celle qui dans une classe donnée, même a priori prohibée, présente le meilleur profil au regard de l'ESG. L'entreprise, laquelle représente, le meilleur résultat en matière du best effort. De nos jours l'investisseur va rechercher l'entreprise qui démontre le meilleur équilibre dans l'application des critères ESG.

Nous avons constaté que l'enjeu majeur de l'ISR est de comprendre quel est son impact non seulement du point de vue des investisseurs, mais aussi sur la société dans son ensemble³⁵. L'approche ISR, il ne faut pas s'arrêter que sur l'aspect financier, mais il faut prendre en compte son aspect extra-financier³⁶. En quoi la composition d'un fond socialement responsable surperforme du point de vue ESG avec un autre fond d'investissement (notation ESG des sociétés sous-jacentes) ? Les méthodes sont retraitées par des méthodes qui sont propres à chaque institution.

³⁵ CRIFO Patricia, MOTTIS Nicolas, 2013. « *L'ISR à la recherche de nouveaux élans ?* » (PDF). Lavoisier. 2013: http://rfg.revuesonline.com/gratuit/RFG39_236_04_Intro_236.pdf (p.75)

³⁶ Banque Lombard Odier & Cie

4. Guide d'investissement *Shari'a* et socialement responsable

Après avoir abordé de manière individuelle chacun des univers d'investissement, nous allons aborder la partie analytique. Afin de répondre au mieux à notre problématique initiale, il est primordial d'aborder ces deux investissements sous plusieurs angles. Ce guide permettra de mieux comprendre comment investir *Shari'a* compliant ainsi que socialement responsable. De ce fait, nous allons procéder par différentes étapes. Premièrement, nous allons étudier les étapes du processus d'investissement islamique ainsi qu'ISR, en passant par les différents critères qui doivent être appliqués et respectés.

Nous allons vous exposer un exemple d'un indice *Shari'a* avec sa composition, de même pour l'investissement socialement responsable. Ainsi nous aurons une vision plus concrète d'un investissement *Shari'a* et socialement responsable en appliquant les filtres dans le processus de décision.

Ensuite nous aborderons la question de la performance de ce type d'investissement. Connaissant les critères d'exclusion de chacun, dans quelle mesure peuvent-ils apporter une performance? Sont-ils impactés lors de la crise financière ? De nos jours, les aspects éthiques de ce type d'investissement, en appliquant des critères moraux et les exclusions sectorielles sont très intéressants autant pour la finance islamique que socialement responsable.

Les investisseurs sont d'autant plus séduits par le fait que ce type de fond puisse être générateur d'une performance intéressante. Nous allons vous présenter un graphique illustrant un indice *Shari'a*, ISR et conventionnel. Puis, nous allons conclure sur ce guide d'investissement, par les éléments essentiels pouvant être tirés du processus d'investissement ainsi que les indices associés.

4.1 Processus d'investissement *Shari'a*

Nous avons dans la deuxième partie de ce travail posé le cadre de la finance islamique. Maintenant, nous allons vous exposer concrètement le processus d'investissement *Shari'a*. Ainsi nous aurons une vision plus concrète de ses étapes d'investissement.

4.1.1 Comment investir *Shari'a* compliant ?

La finance islamique afin d'être en conformité avec les principes *Shari'a*, passe par des étapes de filtrage selon des critères précis. Ce processus est décisif pour créer un fond *Shari'a* par exemple qui englobe différents actifs tels que des actions non cotées en bourse ou de l'immobilier, etc.

4.1.2 Le filtrage islamique³⁷

Afin de mettre en lumière les différentes étapes de ce processus nous allons vous proposer un schéma qui reflète l'investissement *Shari'a*, il faut savoir que c'est un processus qui comporte plusieurs stades qui méritent d'être explicités.

4.1.2.1 Le filtrage extra-financier

Comme nous l'avons déjà expliqué auparavant investir *Shari'a* impose à l'investisseur particulier comme institutionnel un filtrage moral qui intervient à deux niveaux. Le premier niveau concerne l'investissement particulier qui par conviction religieuse (dans le cas des musulmans) se doit de bien vérifier que son avoir ne sera pas investi dans des actifs non *Shari'a* compliant.³⁸

Dans un deuxième temps, la responsabilité incombe aux sociétés financières et aux gérants de fonds d'investissement de bien s'assurer que les actifs intégrés à leurs produits ne touchent en aucun cas à l'industrie pornographique, à l'industrie porcine, à l'alcool et aux spiritueux, ni aux jeux de hasard. En ce qui concerne la question du tabac, il n'existe pas de traces écrites dans le droit islamique sur son interdiction. Néanmoins, la tendance est de l'écarter des secteurs conformes à la foi islamique.

³⁷ Annexe 2 : Le filtrage islamique

³⁸ Dr. MARTIN Virginie, 2012. « *La Finance islamique : Un nouveau pas vers une finance éthique ?* » (p.19)

4.1.2.2 Le filtrage financier³⁹

Le filtrage financier s'adresse à des éléments plus techniques. Il tient compte de la structure capitaliste des sociétés émettrices. À ce stade on doit tenir compte du ratio d'endettement d'une entreprise et du ratio de liquidité ainsi que la sélection des titres.⁴⁰

4.1.2.2.1 Le ratio d'endettement

Il y a deux variantes du ratio d'endettement, la première est calculée sur la base du montant total de la dette sur la valeur moyenne de la capitalisation boursière d'une année. La deuxième étant de calculer le total de la dette sur le total de l'actif. Il est important de noter que ce ratio doit être inférieur à 33%. Ce pourcentage ne sort ni du « Coran » ni de la « Sounnah » (tradition prophétique).

Finalement, se pose la question de la rationalité de ce taux d'endettement. Une société diffère d'une autre de par son activité, son secteur ou sa taille d'entreprise. Une entreprise qui a beaucoup d'actifs immobilisés aura recours à des emprunts conséquents sur le long terme pour se financer. Nous ne pouvons pas évaluer une entreprise de par un taux unique, ni la discriminer de par son niveau d'endettement, car il est en majorité dépendant de l'intensité capitalistique requise dans l'industrie où elle évolue.

4.1.2.2.2 Le ratio de liquidité

Le ratio de liquidité présente plusieurs variantes telles que:

- le rapport du montant de la trésorerie disponible sur la valeur moyenne de la capitalisation boursière ;
- Le rapport du montant de la trésorerie et des actifs générant des intérêts sur la capitalisation boursière ;
- Le rapport du montant des créances clients sur l'actif total.

Concernant les deux premières variantes, le ratio de liquidité ne doit pas dépasser 33%, pour la dernière le ratio ne doit pas dépasser 50%.⁴¹

³⁹ Annexe 2 : Le filtrage islamique

⁴⁰ STORCK Michel et al. 2009. « *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* » (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009: http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf (pp.11-17)

4.1.2.3 La sélection des titres⁴²

- **Les titres du capital**

D'une manière générale le titre du capital correspond à son action. Son émission et sa souscription sont licites dans le droit musulman tant que la société qui l'a émise n'évolue pas dans un secteur prohibé, ou propose des droits privilégiés à certains investisseurs.

- **Les titres de créances**

Les titres de créances, à l'instar des obligations et des bons du Trésor, sont exclus en raison du versement d'intérêts. Dès lors, l'existence des *Sukuks* y sont assimilés et leur légalité islamique est conditionnée comme nous l'avons vu, par l'adossement à un actif réel (tangibles).

- **Les produits dérivés**

Les produits dérivés sont très peu pratiqués, car ils sont encore perçus comme des produits non islamiques. Cependant, le débat reste ouvert en la matière car d'après les recherches l'*International Swap and Derivatives Association* et l'*International Islamic Financial Market* travailleraient ensemble pour harmoniser les produits dérivés de type islamique.

⁴¹ STORCK Michel et al. 2009. « *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* » (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009: http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf (pp.11-17)

⁴² STORCK Michel et al. 2009. « *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* » (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009: http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf (pp.11-17)

4.2 Processus d'investissement socialement responsable

Dans le contexte de l'ISR, l'investisseur choisit un fond d'investissement ou une entreprise en fonction de ses attentes personnelles, culturelles ou religieuses. L'approche morale ou religieuse conduit naturellement à une sélection basée sur une exclusion des entreprises selon qu'elles répondent ou non aux critères prédéfinis. Si l'entreprise répond entièrement aux critères fixés alors l'investissement est possible⁴³.

4.2.1 Comment investir socialement responsable ?

L'ISR consiste en une approche sur mesure, c'est-à-dire que c'est en fonction des valeurs des clients que l'on va construire le portefeuille qui leur convient. Les valeurs diffèrent entre chaque individu. Par exemple un client peut ne vouloir exclure que le tabac, d'autres vont vouloir exclure l'alcool. En fonction de la culture de chacun on élimine les sociétés. Au regard de la banque Lombard Odier & Cie, elle va exclure tout ce qui est armements, les mines antipersonnel qui vont affecter les civils. Il s'agit d'une exclusion de tous les portefeuilles par rapport à cette banque.

4.2.2 Le filtrage ISR⁴⁴

Nous allons désormais aborder la sélection qui est au cœur du processus. Dans un premier temps le concept de l'ISR était essentiellement moral. Les critères négatifs sont encore fréquemment employés lors de l'analyse du fond et ils excluent les entreprises qui sont actives dans les industries du tabac, jeux, armements mais aussi énergie nucléaire. De même les entreprises qui ne respectent pas les droits de l'homme, le travail des enfants ou encore la pornographie.

4.2.2.1 Analyse extra-financière

L'analyse extra-financière procède à une sélection basée sur l'analyse des pratiques ESG des émetteurs. Les meilleures entreprises seront choisies au regard des meilleurs résultats en matière d'environnement, de social et de gouvernance. De là, nous allons procéder par élimination des entreprises qui ont des pratiques inacceptables

⁴³ GUERANGER, François, 2009. « *Finance islamique : Une illustration de la finance éthique.* » Paris

⁴⁴ STORCK Michel et al. 2009. « *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* » (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009: http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf (pp.5-10)

(exclusions normatives) ou actives dans des secteurs proscrits (exclusions sectorielles). Quelles sont concrètement ces exclusions ?

4.2.2.1.1 *L'exclusion normative*⁴⁵

L'exclusion normative consiste à évincer les émetteurs coupables de violations de certaines normes et conventions internationales. Les plus citées se trouvent dans les dix principes du Global Compact des Nations Unies, répartis en quatre catégories qui sont :

- Droits de l'homme
- Droit du travail (selon les conventions fondamentales de l'OIT)
- Environnement
- Lutte contre la corruption

Il y a également le travail des enfants, la discrimination raciale, l'expérimentation animale ou encore la responsabilité dans des catastrophes environnementales.

4.2.2.1.2 *L'exclusion sectorielle*

L'exclusion sectorielle consiste à éliminer les entreprises tirant une part de leur chiffre d'affaires dans des secteurs d'activités controversés. Le seuil retenu à ne pas dépasser est de l'ordre de 5%.

Voici une liste non exhaustive pour vous donner un ordre d'idée:

- Armement et défense
- Tabac
- Alcool
- Jeux d'argent
- Pornographie
- Fourrure

⁴⁵ STORCK Michel et al. 2009. « *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* » (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009: http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf (pp.5-10)

Nous pouvons également appliquer de même des exclusions environnementales tels que :

- Nucléaire
- Pétrole
- OGM

Etc.

4.2.2.2 Analyse financière

L'analyse financière se concentre essentiellement sur le compte d'exploitation et le bilan de l'entreprise. En outre, elle évalue les entreprises, les États et les collectivités publiques les plus attractifs d'un point de vue financier. Elle tient également compte du contexte économique (évolution des devises, des secteurs d'activité, etc.).⁴⁶

4.3 Application pratique

Nous sommes arrivés au dernier stade de notre guide d'investissement. Les processus étant développés, nous allons prendre des indices de référence pour chacun des investissements afin d'étudier leurs compositions et d'évaluer leurs comportements financiers au fil du temps. Pour cela nous avons repris l'indice Stoxx Europe Islamique 50 et l'indice Stoxx Europe Sustainability 40 en comparaison avec leur homologue conventionnel Stoxx Europe 50.

La période d'observation se situe entre novembre 2005 et août 2015 afin de mettre en évidence comportement de chaque indice de référence avant et lors de la crise de 2008 sur les marchés financiers, ainsi que lors de la dernière crise majeure, qui est la dette grecque en 2010. Etant donné que nous avons comparé les investissements *Shari'a* avec les investissements socialement responsables et au vu des différents critères, c'est tout naturellement que nous voulions les comparer par rapport à leurs variations historiques des indices en application de leurs critères d'investissements.

Mais avant de vous présenter le graphique de leur évolution et les résultats observés, il est nécessaire de vous exposer en quelques mots ces indices et leurs compositions

⁴⁶ STORCK Michel et al. 2009. « *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* » (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009: http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf (pp.5-10)

sectorielles⁴⁷. Nous allons d'abord vous présenter l'indice Stoxx Europe Islamic 50. D'après les informations clés que nous avons récoltées dans le fact sheet de l'indice, nous avons pu constater que le secteur d'investissement contenant la plus grande proportion était la santé à hauteur de 37%, suivi du secteur des biens et services industriels à hauteur de 13,3% et le secteur chimique à hauteur de 12%.

Dans les « breakdown » secteurs de l'indice islamique nous pouvons constater qu'il n'y a pas d'investissements dans le secteur financier lequel étant considéré comme très volatil. L'indice islamique reflète l'application des principes directeurs de la *Shari'a*. S'agissant de l'indice socialement responsable, la tendance est différente. La composition type en est la suivante: 12,8% dans les biens & services industriels, suivi du secteur bancaire avec 11,6% et l'assurance 11,6%. Pour finir l'indice conventionnel que nous avons choisi pour ce cas d'application est réparti comme suit : 21,3% dans le secteur de la santé, suivi du secteur bancaire à hauteur de 18,9% puis 10,6% dans la nourriture & boissons.

4.3.1 Comparaison entre les indices de références

Figure 13: Evolution des indices Stoxx Europe Islamic 50, Stoxx Sustainability 40 et Stoxx Europe 50



Source : <https://www.stoxx.com/benchmark-compare> ,consulté le 31 juillet 2015

D'après de nombreux écrits les investissements *Shari'a* et ISR sont décrits comme étant très intéressants en matière de performance. Or, si l'on suit la théorie moderne

⁴⁷ Voir annexe annexes 4, 5 & 6 pour avoir accès à la totalité des compositions sectorielles des indices, nous vous avons mis en annexe les informations nécessaires provenant des fact sheets ainsi que leurs liens.

du portefeuille, les investissements socialement responsables ne devraient pas surperformer un fond traditionnel étant donné la restriction de l'univers d'investissement⁴⁸.

De même, en ce qui concerne l'indice islamique étant moins diversifié qu'un indice conventionnel, ne devrait pas apporter un rendement supérieur. Mais au regard de la réalité des marchés, nous pouvons déduire que les indices Stoxx Europe Islamic 50 ainsi que le Stoxx Sustainability 40 présentent de meilleures performances sur le long terme comparé à l'indice conventionnel Stoxx Europe 50. Ces observations peuvent s'expliquer par différentes raisons que nous allons expliciter.

Premièrement, en ce qui concerne l'indice islamique nous pouvons constater que l'absence d'investissement dans le secteur financier pour des raisons éthiques ou morales, permet au fond de diminuer les pertes en cas de crise sur les marchés financiers.

Si l'on regarde les chiffres clés dans le fact sheet l'indice islamique présente de bons résultats en moyenne. Si l'on observe le rendement sur un an on obtient **18,4%** et sur 5 ans **93,1%**⁴⁹. Pour l'indice socialement responsable nous obtenons sur un an **3,1%**, sur 5 ans **48,9%**. Et enfin, l'indice conventionnel Stoxx Europe représente un rendement sur un an de **19,5%**, sur 5 ans **69,3%**. En effet, l'indice conventionnel et socialement responsable représentent sur le long terme des résultats moins avantageux cela s'explique par la pondération dans le secteur de la finance: **11,6%** pour l'ISR et **18,9%** pour le conventionnel.

4.4 Conclusion du guide d'investissement

Ce guide nous a permis d'avoir une vue d'ensemble sur la manière d'investir *Shari'a* et socialement responsable. L'évaluation a été faite aux différents stades d'investissements. Pour conclure, nous vous avons exposé une application pratique au travers d'une analyse comparative avec des indices de références. Nous avons constaté des différences en matière de composition et de pondération des secteurs. De même nous avons tenté de comprendre les résultats obtenus. Le but de ce guide n'étant de vous influencer qu'investir *Shari'a* est plus rentable que d'investir

⁴⁸ CRIFO Patricia, MOTTIS Nicolas, 2013. « *L'ISR à la recherche de nouveaux élans ?* » (PDF). Lavoisier. 2013 : http://rfg.revuesonline.com/gratuit/RFG39_236_04_Intro_236.pdf (p.71)

⁴⁹ Voir annexe 5 fact sheet de l'indice de référence

socialement responsable ou dans la finance conventionnel. Il faut retenir qu'il peut y avoir des différences selon leurs critères d'application dans le choix des allocations d'actifs, ce qui explique des résultats divergents.

5. L'éthique dans les investissements

5.1 Introduction de l'éthique dans la finance

Le but de ce chapitre n'est pas de vous donner une définition de ce qu'est l'éthique car nous n'aurions aucune à vous apporter. En revanche, il s'agit de comprendre l'importance des aspects éthiques dans ces types d'investissements. Nous avons fait mention tout au long de ce travail, car ils sont partie intégrante tant dans leurs principes mais aussi dans le processus d'investissement. Dans le monde des affaires et de la finance, le discours sur l'éthique ne se réfère non pas à un ensemble de principes moraux, mais à un savoir-faire. L'éthique est d'abord un acte, une manière de s'adapter à une situation⁵⁰. L'éthique dans la finance prend plus de sens dans le contexte économique actuel et dans le monde des affaires traitant des moyens d'arriver à une fin économique par les moyens les plus appropriés⁵¹. Ceci rejoint la vision de la finance islamique ainsi que la finance socialement responsable. Nous allons maintenant développer les points de vues des deux courants plus en détails.

5.2 L'éthique dans les investissements *Shari'a*

La finance islamique est basée sur l'éthique religieuse, de ce fait comme nous l'avons déjà abordé dans ses principes directeurs, ⁵²le droit musulman interdit les transactions fondées sur l'intérêt, ou contenant des éléments de spéculation et d'incertitude et de jeux de hasard. Ces principes fondamentaux exigent donc une pratique de la finance plus appropriée et moralement fondée.

En effet, la finance islamique se pense comme un compartiment de la finance éthique. Ses principes se veulent moraux, dans le fait qu'ils imposent un comportement normé, par opposition à la finance conventionnelle, non pas immorale, mais amoral, c'est-à-dire délestée de toute référence à une doctrine axiologique. L'éthique islamique repose à son tour sur des valeurs de responsabilité, d'équité, de justice sociale, de partage, de mutualité et d'équilibre. Le respect de ses principes éthiques est censé créer de la

⁵⁰ BALBES, Abderrazak. 2010. « *Le lien entre Finance et économie Islamiques via le modèle principal ZR* ». Etude en Economie Islamique. Vol 4. N°1. Janvier 2010.
<http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr023.pdf>

⁵¹ DE BRITO, César, DESMARTIN, Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry, PERRIN François, 2005.
« *L'Investissement Socialement Responsable*. » Paris (p.74)

⁵² Lila GUERMAS-SAYEGH, 2011 « *La religion dans les affaires. La finance islamique* » (p.6)

valeur de façon durable, autant au niveau des entreprises ainsi qu'au niveau de l'économie. C'est le reproche que l'on peut faire à la finance conventionnelle où l'on recherche avant tout la maximisation du profit. Dès lors se pose la question : quelles sont les motivations de ces investisseurs? Il y a premièrement des investisseurs musulmans et non musulmans. La motivation étant l'aspect éthique de ce type d'investissement. Ils souhaitent avoir un portefeuille type qui respecte les principes de la *Shari'a*⁵³.

5.3 L'éthique dans les investissements socialement responsables

Les investissements socialement responsables peuvent être rattachés tout comme les investissements *Shari'a*, à la religion qui semble avoir été un vecteur de développement du concept.⁵⁴ Avant de poursuivre plus loin dans notre raisonnement, nous aimerions vous faire part d'un exemple très démonstratif sur le choix éthique et le choix économique de ce type d'investissement. Pour cela nous avons choisi le dilemme de Kant⁵⁵.

Pour ce faire, il a donné l'exemple célèbre du marchand qui doit rendre la monnaie à ses clients, et notamment à un enfant, en position de faiblesse dans la transaction et ce dernier dans le contexte ne sait pas forcément bien compter. Le dilemme est le suivant : le marchand peut rendre la monnaie convenablement ou ne pas tout lui rendre, et réaliser ainsi un profit. Du point de vue éthique, il n'y a pas de dilemme, l'honnêteté conduirait immédiatement le marchand à rendre la monnaie exacte. D'après Kant le marchand agit par devoir, car tout être moral devrait agir de la sorte. Du point de vue économique, il faut arbitrer entre risque et profit. Le marchand sait que s'il se trompe sur la monnaie rendue, les parents de l'enfant s'en rendront compte et l'accuseront de tromperie.

Ainsi sa réputation sera entachée et il risquera alors de perdre plus que son gain initial, jusqu'à la l'interdiction d'exercer son métier, voire la prison. La dimension éthique dans

⁵³ GUERMAS-SAYEGH, Lila. 2011. « *La religion dans les affaires : La finance islamique* » (p.7)

⁵⁴ PADOVANI d'HAUTEFORT, Delphine, 2010. « *Finance islamique et investissement socialement responsable : entre compatibilité et complémentarité* ». AGEFI

⁵⁵ DE BRITO, César, DESMARTIN, Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry, PERRIN François, 2005. « *L'Investissement Socialement Responsable*. » Paris (pp.74-75)

l'analyse de nos choix est très importante de nos jours, encore plus dans un environnement d'incertitude économique tel que le nôtre. Cet exemple illustre parfaitement l'intérêt que l'on accorde de nos jours aux analyses extra-financière des entreprises. Ces analyses comme nous les avons décrites dans le chapitre quatre, permettent d'évaluer les entreprises sous différents critères, comme l'analyse sous l'angle de la controverse, tels que les affaires de poursuites et scandales à répétitions sortis dans la presse. La réputation d'une entreprise est décisive pour la pérennité économique de celle-ci.

D'après les recherches effectuées nous avons constaté que l'ambition de l'ISR serait d'une certaine manière de réconcilier l'éthique et la finance, mais aussi la performance économique et l'équité sociale ainsi que le respect de l'environnement. Enfin réconcilier les intérêts des actionnaires et ceux du management, mais aussi ceux des autres parties prenantes (salariés fournisseurs, sous-traitants, clients, collectivités territoriales et acteurs de la société civile)⁵⁶.

En ce qui concerne les motivations des autres acteurs financiers, l'ISR est un moyen d'investir dans des entreprises dont les pratiques sont compatibles avec leurs valeurs ou celles de leurs clients. Nous vous avons démontré qu'il existe de nos jours des agences de notation qui effectue des analyses extra-financières qui évaluent les entreprises sous différents critères. Cette analyse permet dès lors d'avoir une vue d'ensemble des entreprises actives dans des secteurs d'activités tels que le tabac, l'alcool, l'armement, etc. L'investisseur peut exclure de son portefeuille les entreprises qui sont pas compatibles avec ses valeurs morales, celles qui font l'objet de controverses ou parce qu'elles sont coupables de violation de grandes conventions internationales sur l'environnement, le respect des droits humains comme nous l'avons vu auparavant. D'une certaine manière l'investisseur cherche à connaître l'environnement dans lequel il souhaite investir, la destination de son argent ainsi que l'utilité de ses investissements.

D'après les différentes études, le choix de l'investissement socialement responsable apporte plus de sens à son épargne et joue un rôle plus responsable et actif dans l'économie sans pour autant renoncer à la performance financière.

⁵⁶ DE BRITO, César, DESMARTIN, Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry, PERRIN François, 2005.

« *L'Investissement Socialement Responsable*. » Paris (p. 28)

6. Les limites

6.1 Introduction

Avant de conclure cette étude, il est important d'aller un peu plus loin dans notre raisonnement et de comprendre les limites que peuvent avoir ces deux types d'investissements. Nous allons d'abord vous présenter les limites dans les investissements *Shari'a* puis dans les investissements socialement responsables.

6.2 Les Investissements *Shari'a*

Une finance en pleine croissance mais qui a tout de même ses limites : limite en termes de structure gouvernante dans ses institutions. Il s'agit d'une discipline récente et elle traduit un certain manque d'expérience⁵⁷. La structure de ces banques fait que certains investisseurs ne savent pas où est placé leur argent. De même ils n'ont pas le droit d'influer sur la stratégie de placement établie par les dirigeants.

Dans cette partie d'analyse nous allons relever plusieurs contradictions qui ont été constatées dans les différentes recherches effectuées. Comme nous l'avons cité dès le début de notre analyse sur la finance islamique celle-ci interdit la pratique de l'intérêt. De ce fait, un musulman n'achètera pas de voiture à crédit. Or, dans un article paru dans la Tribune⁵⁸, les musulmans n'empruntent pas moins que les autres. Une étude a été menée auprès d'un échantillon de plus de 65'000 adultes provenant de 64 pays qui regroupent 75% des musulmans du monde. Elle a démontré que seulement 7% des musulmans n'ayant pas de compte de bancaire citent la religion comme étant un obstacle à son ouverture. De même en ce qui concerne le choix d'allocation des secteurs d'investissement, ceux dans le secteur financier ne devraient pas être présents. Or le Dow Jones Islamic Market ainsi que le MSCI Islamic Index comportent des investissements dans le secteur financier mais avec une pondération plus faible.

6.2.1 Le débat sur la transparence

De nos jours il existe beaucoup de publications sur le sujet, mais on connaît relativement mal l'industrie financière islamique. Il est très difficile de chiffrer avec précision ce phénomène.

⁵⁷ GUERMAS-SAYEGH, Lila. 2011. « *La religion dans les affaires : La finance islamique* » (p.27)

⁵⁸ LEJOUX, Christine, 2014. « *La finance islamique ne connaît pas la crise.* »

Prenons un exemple concret sur l'indice d'un fond islamique d'Eurekahedge. Le graphique que nous vous avons montré auparavant relève uniquement la pondération de chaque classe d'actifs présents dans ce fond, mais nullement leur composition. Pour obtenir leur composition, il aurait fallu souscrire sur leur site internet et payer pour obtenir les données nécessaires. Mais dans les différents ouvrages, ou articles on met en avant la transparence des produits proposés.

L'observatoire de l'OCDE⁵⁹ a publié un article sur la finance islamique comme étant un placement d'avenir. Il met en avant la finance islamique comme étant une finance très intéressante en matière des gestions des risques, de transparence ou de régulation. Or cette finance comporte autant de risques que la finance conventionnelle. Le risque est omniprésent. Dès l'instant où l'on fait un choix il y a un risque. De plus les produits islamiques sont peu diversifiés et hétérogènes. Il est difficile dès lors de concevoir des stratégies uniques pour l'investisseur.

6.2.2 La cohérence de la *Shari'a* board

Le *Shari'a* board est le comité qui est nommé pour superviser et il décide de la conformité des produits *Shari'a* compliant. Dès lors se pose la question si toutes les transactions sont effectivement bien vérifiées auprès de ce comité ?

Actuellement, il n'y aurait que cinquante personnes dans le monde qui connaissent à la fois les banques et le droit musulman et qui ont les qualifications requises pour faire partie du conseil *Shari'a* board. Nous avons interviewé une personne ayant travaillé dans une banque musulmane pour avoir plus d'informations. Elle nous a confirmé que le comité est très peu présent pour approuver ou non les transactions effectuées. De plus, les membres peuvent être composés de personnes plus conciliantes que d'autres en termes d'interprétation de la *Shari'a*. Il peut y avoir des divergences qui peuvent créer de la confusion au sein du marché et être à l'origine de difficultés à liquider un titre à cause de l'asymétrie d'informations⁶⁰.

⁵⁹ L'Observateur de l'OCDE n° 272, avril 2009 « *Finance islamique. Un placement d'avenir.* »
http://www.observateurocde.org/news/fullstory.php/aid/2381/Finance_islamique.html

⁶⁰ GUERMAS-SAYEGH, Lila. 2011. « *La religion dans les affaires : La finance islamique* » (p.28)

6.2.3 La cohérence en matière du filtrage extra-financier

Nous avons constaté que le filtrage extra-financier n'était pas appliqué stricto-sensu. D'après l'analyse effectuée par la société Novethic, certaines latitudes sont possibles. Nous allons illustrer cela par un exemple de l'acquisition d'un hôtel de luxe. D'après l'étude « la construction du casino a été exclue, mais la vente d'alcool au sein de l'établissement a été tolérée. Il a été jugé nécessaire à la viabilité économique du projet, moyennant un processus de purification pour la contribution à la lutte contre l'alcoolisme »⁶¹.

D'une certaine manière, tout comme un investissement socialement responsable, il faut s'adapter, proposer un investissement sur mesure. Dans cet exemple, il est intéressant de constater que la viabilité voir plus précisément la rentabilité du projet tenait en la vente de l'alcool dans l'hôtel. Le paradoxe entre le respect des principes et la volonté d'être plus que rentable dans ce projet hôtelier est effectivement flagrant.

6.2.4 Le rapprochement avec la finance traditionnelle

Le fait que la finance islamique cherche à se rapprocher de plus en plus de la finance conventionnelle en faisant appel à des ingénieurs financiers pour adapter ses produits, les purifier d'une certaine manière pour qu'ils correspondent aux critères *Shari'a* prouve que l'utilisation de la finance est biaisée. Les musulmans ne veulent pas investir dans des produits moyennant un intérêt, or le *Sukuk* que nous avons vu dans la deuxième partie, peut être considéré comme une obligation déguisée. Le concept du *Sukuk* reste traditionnel, mais de nos jours on le contourne. Le concept ressemble à de l'éthique mais l'application de l'être humain diffère. Nous avons vu que le système capitaliste traditionnel était critiqué car il repose sur la pure maximisation du profit mais les investissements islamiques recherchent de même l'enrichissement en suivant des règles.

Bien que des principes soient existants, imprégnés dans les convictions religieuses et morales des musulmans, nous sommes aujourd'hui en face d'une finance sur mesure où les investisseurs n'ont pas toujours la conscience de ce qu'implique l'investissement qui respecte strictement les principes *Shari'a*.

⁶¹NOVETHIC. 2009. « *Finance Islamique et ISR : convergence possible ?* » Mai 2009: http://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Note_Finance_Islamique.pdf (p.12)

6.3 Les investissements ISR

Abordons maintenant les différentes limites que l'on peut poser pour les investissements socialement responsables.

6.3.1 La cohérence en matière de filtrage extra-financier

Nous allons aborder la problématique de l'analyse extra-financière. De nos jours, nombreuses sont les agences de notations qui effectuent des ratings de différentes entreprises. Cependant, d'après notre analyse sur les données en questions nous avons pu constater un écart-type entre le rating ESG de l'agence de notation et la banque concernant les sociétés suisses, lequel est de 22,91%.⁶² Cette différence peut s'expliquer par les différentes méthodologies qualitatives et quantitatives appliquées par la banque. La question se pose dès lors en quoi ces différences de méthodologies impactent ces ratings?

De plus, les critères dits d'exclusions ou de sélections ne couvrent pas la totalité des champs possibles. L'agence de recherches anglaise EIRIS a progressivement étendu et complexifié sa liste de critères et de sous-critères, au point de filtrer désormais les entreprises sur 250 critères couvrant 30 domaines de recherche différents⁶³. Ces critères ne vont être utiles que pour faire une certaine sélection de départ selon nos approches ou convictions. Par la suite, un rating va être attribué à cette société, mais l'excellent résultat par exemple ne signifie pas que l'entreprise excelle dans les pratiques extra-financières.

Pour reprendre notre guide d'investissement, nous avons vu que le tabac est une exclusion sectorielle possible dans un investissement socialement responsable. Alors qu'à la naissance de l'ISR cela était une exclusion de premier ordre. Nous retrouvons par exemple le Dow Jones Sustainability Index, l'entreprise British American Tobacco. Il existe des multitudes d'indices socialement responsables de nos jours avec ou sans certaines exclusions sectorielles tels que le tabac, les jeux, l'alcool. L'investisseur peut se retrouver avec des sociétés qu'il ne souhaite pas leurs présences dans son portefeuille. Finalement, investir socialement responsable de nos jours a perdu son

⁶² Banque Lomard Odier & Cie SA

⁶³ DE BRITO, César, DESMARTIN, Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry, PERRIN François, 2005.
« *L'Investissement Socialement Responsable*. » Paris (pp. 117-118)

sens de premier. Ce qui explique que l'on se tourne vers une nouvelle approche plus spécifique comme l'*Impact Investing* exposé auparavant.

6.3.2 La question de la performance

Le débat sur l'existence d'une corrélation entre performance financière et extra financière aux niveaux de l'entreprise et des fonds d'investissements est sans fin. Il faut poser une limite pour l'application de ces critères lesquels n'expliquent pas une meilleure performance. L'application de ces critères va apporter des résultats, voir une surperformance, du moins dans une société qui est au démarrage du processus pour être socialement responsable.⁶⁴

⁶⁴ Banque Lombard Odier & Cie SA

7. Conclusion

Les deux univers d'investissements vous ont été présentés selon différents critères de comparaisons : leurs principes, leurs processus d'investissement, leurs aspects éthiques ainsi que leurs limites. Il nous ne reste qu'à répondre à notre problématique principale : Peut-on effectivement comparer et/ou assimiler les investissements *Shari'a* et les investissements socialement responsables ? Nous allons d'abord énoncer les points sur lesquels ces deux types d'investissements se rejoignent, puis nous allons finir sur les aspects divergents.

Le premier point que nous pouvons déduire de notre problématique est que la finance islamique peut être rattachée à la finance socialement responsable par la religion. Pour toutes deux, elle semble avoir été un vecteur de développement⁶⁵. Investir *Shari'a* ou socialement responsable revient à investir sur le long terme en ayant toujours en tête un rendement financier. Elles appliquent toutes deux des filtres d'exclusion similaires mais à des niveaux différents. Cependant, les deux concepts appliquent un ratio de 5% de revenus impurs à ne pas dépasser lors de la sélection des entreprises. En outre, la finalité première de la finance islamique est d'améliorer la condition de l'Homme, d'établir l'équité sociale, ce qui rejoint en partie la finance socialement responsable, comme nous l'avons vu avec la nouvelle approche tendance de l'*Impact Investing* qui se développe de plus en plus. Le bien-être social ainsi que les objectifs se ressemblent mais la mise en pratique diverge.

D'après nos recherches et analyses, nous pouvons conclure qu'il y a en tout cas deux différences majeures entre la finance islamique et les investissements socialement responsables. Premièrement, en matière d'analyse extra-financière, nous pouvons constater que l'ISR va plus loin dans son analyse que la finance islamique. Cette analyse n'exclut pas uniquement le secteur d'activité, mais également les pratiques extra-financières des entreprises. De plus, les filtres sectoriels de l'ISR, ne sont pas systématiquement appliqués, une grande part de la sélection est encore à la discrétion du créateur du fond.

⁶⁵ PADOVANI d'HAUTEFORT, Delphine, 2010. « *Finance islamique et investissement socialement responsable : entre compatibilité et complémentarité* ». AGEFI

Nous avons vu que ces types d'investissements se ressemblent sur de nombreux points au niveau technique, mais divergent au niveau de l'esprit de l'investissement et de la clientèle ciblée. À notre époque où les critères extra-financiers deviennent, aux yeux des investisseurs, une motivation dans le choix de leur allocation d'actifs, ces investissements ont de beaux jours devant eux, sans forcément être en compétition dans un marché de plus en plus saturé, en offrant de produits financiers spécifiques selon la demande.

Cette étude comparative a mis en avant certaines limites à avoir dans notre esprit lorsqu'on pense à investir *Shari'a* ou socialement responsable. Il faut avoir un esprit critique lorsqu'il s'agit de les envisager comme des alternatives à une finance traditionnelle. Certes, elles apportent un complément à notre société actuelle, mais la crainte réside dans ces investissements, qu'elles finissent par se perdre dans la recherche effrénée de vouloir être différentes et qu'elles convergent vers la finance conventionnelle.

Bibliographie

Livres

HULL, John, 2014. *Options, futures et autres actifs dérivés*. 9^e éd. France: Pearson, 2014. ISBN 9782326000490

GUERANGER, François, 2009. *Finance islamique : Une illustration de la finance éthique*. Paris : Dunod, 2009. ISBN 9782100542159

DE BRITO, César, DESMARTIN, Jean-Philippe, LUCAS-LECLIN Valéry, PERRIN François, 2005. *L'Investissement Socialement Responsable*. Paris : Economica, 2005. Collection Gestion. ISBN 2717850163

Pages web

Derivatives statistics. *Bank for international settlements* (en ligne) dernière mise à jour le 8 juin 2015 [consulté le 28 juillet 2015] Disponible à l'adresse : <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

Dow Jones Indices, (en ligne) [consulté le 31 juillet 2015] Disponible à l'adresse : <http://www.djindexes.com/sustainability/>

Dow Jones Indices, (en ligne) [consulté le 31 juillet 2015] <http://www.djindexes.com/islamicmarket/>

Stoxx.Innovative.Global.Indices. (en ligne) [consulté le 31 juillet 2015] Disponible à l'adresse : <https://www.stoxx.com/benchmark-compare>

Article en ligne

LEINS, Stefan, 2011. « Intégrer les valeurs de l'Islam dans la finance ». Crédit Suisse [en ligne]. 22 février 2011. [consulté le 15 juillet 2015]. Disponible à l'adresse : <https://www.credit-Suisse.com/ch/fr/news-and-expertise/news/economy/global-trends/article.html/article/pwp/news-and-expertise/2011/02/fr/integrating-islamic-values-into-finance.html>

PADOVANI d'HAUTEFORT, Delphine, 2010. « Finance islamique et investissement socialement responsable : entre compatibilité et complémentarité ». AGEFI [en ligne]. [consulté le 16 juillet 2015]. Septembre 2010. Disponible à l'adresse : <http://www.agefi.lu/mensuel/Article.asp?NumArticle=13142>

SINGH, Sandeep, 2014. « Les placements conformes à la charia conquièrent le monde ». Le Temps [en ligne]. [consulté le 13 juillet 2015]. 17 novembre 2014. Disponible à l'adresse : http://www.letemps.ch/Page/Uuid/a81d36dc-6dab-11e4-869e-7e370c0bf9b8/Les_placements_conformes_%C3%A0_la_charia_conqui%C3%A8rent_le_monde

ROOS, Seraina, 2014. « Potentiel de marché en Suisse pour les placements conformes à la charia ». Franklin Templeton Investements [en ligne]. [consulté le 12 juillet 2015]. 24 octobre 2014. Disponible à l'adresse : <http://www.franklintempleton.ch/downloadsServlet?docid=i1f2dwn3>

KRONFOL, Mohieddine, 2014. « Les *Sukuks* : une classe d'actifs qui se démocratise ». Franklin Tempelton Investments [en ligne]. [consulté le 12 juillet 2015]. 30 septembre 2014. Disponible à l'adresse : <http://global.beyondbullsandbears.com/fr/2014/09/30/les-Sukuks-une-classe-dactifs-qui-se-democratise/>

BAECHLER, Jean-Pascal, 2009. « Fond socialement responsable : l'intérêt subsiste malgré la crise ». Le temps [en ligne]. [consulté le 19 juillet 2015]. 23 mars 2009. Disponible à l'adresse : http://www.letemps.ch/Page/Uuid/4b8749ae-172a-11de-b97a-c6ba03d06cfb/Fonds_socialement_responsables_lint%C3%A9r%C3%AAt_subside_malgr%C3%A9_la_crise

JOUABER, Kaouther, 2009. « La finance islamique est-elle une finance alternative ? ». Option finance [en ligne]. [consulté le 27 juillet 2015]. 12 octobre 2009. Disponible à l'adresse : http://www.cereq.dauphine.fr/publications/12_10_2009.pdf

MARTIN, Georges-A., 2006. « Demain, la Suisse place financière islamique ? ». Wordpress [en ligne]. [consulté le 24 juillet 2015]. Mars/avril 2006. Disponible à l'adresse : <https://ribh.files.wordpress.com/2008/01/demain-la-Suisse-place-financiere-islamique.pdf>

LEJOUX, Christine, 2014. « La finance islamique ne connaît pas la crise. » La Tribune [en ligne]. [consulté le 23 juillet 2015]. 6 janvier 2015. Disponible à l'adresse : <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/20140106trib000808026/la-finance-islamique-ne-connaît-pas-la-crise.html>

CARALP, Bernard, 2014. « La finance islamique surpasse le marché grâce à ses critères éthiques ». La Tribune [en ligne]. [consulté le 14 juillet 2015]. 16 décembre 2015. Disponible à l'adresse : <http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/20141212tribcd6b95455/la-finance-islamique-surpasse-le-marche-grâce-a-ses-criteres-ethiques.html>

Fichiers électroniques

STORCK Michel et al. 2009. *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?* (PDF). Les cahiers de la finance islamique. 11 février 2009 Disponible à l'adresse : http://www.ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/cahiers_fi_01.pdf

Dr. MARTIN Virginie, 2012. *La Finance islamique : Un nouveau pas vers une finance éthique ?* (PDF). Gérer et comprendre. Juin 2012 N°108 Disponible à l'adresse : <http://www.annales.org/gc/2012/gc108/MARTIN.pdf>

BENSEDDIK, Fouad et al. 2014. *Green social and funds in Europe*. (PDF). 2014 <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/fr/etude-vigeo-2014-fonds-isr-europeens>

CHRISTENSEN, Matt et al. 2006. *European SRI study*. (PDF). 2006 <http://www.eurosif.org/publication/european-sri-study-2006/>

PASSANT, François et al. 2014. *European SRI study*. (PDF). 2014 <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/>

CRIFO Patricia, MOTTIS Nicolas, 2013. *L'ISR à la recherche de nouveaux élans ?* (PDF). Lavoisier. 2013 DOI : 10.3166/RFG.236.69-77 Disponible sur : http://rfg.revuesonline.com/gratuit/RFG39_236_04_Intro_236.pdf

GUERMAS-SAYEGH, Lila. 2011. *La religion dans les affaires : La finance islamique*. (PDF). Fondation pour l'innovation politique. Mai 2011 [consulté le 15 juillet 2015]

Disponible sur : <http://www.fondapol.org/wp-content/uploads/2011/05/48-Guermas-Sayegh-web.pdf>

HASSAN, Kabir, Girar, Eric. 2012. *Investissement fondé sur la foi : Cas des Indices Dow Jones Islamiques*. Etude en Economie Islamique. Vol 5. N°2. Mai/Juin 2012. [consulté le 3 juillet 2015]. Disponible à l'adresse : <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr014.pdf>

BALBES, Abderrazak. 2010. *Le lien entre Finance et économie Islamiques via le modèle principal « ZR »*. Etude en Economie Islamique. Vol 4. N°1. Janvier 2010. [consulté le 3 juillet 2015]. Disponible à l'adresse : <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/fr023.pdf>

AZEK 2013. *Portfolio Management* : Chapter 8, SRI Module [document PDF]. Support de cours : Cours « Portfolio Management », Formation Interne Lombard Odier.

NOVETHIC. 2009. Finance Islamique et ISR : convergence possible ? [Document PDF]. Mai 2009. [consulté le 13 juillet 2015]. Disponible à l'adresse : http://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Note_Finance_Islamique.pdf

EurekaHedge. 2014. The EurekaHedge Report [Document PDF]. 14 juillet 2014. [Consulté le 23 juillet 2015]. Disponible à l'adresse : <http://www.eurekahedge.com/>

Hernalsten, Martin, 2012. « La finance islamique : vous avez dit investissement halal ? ». Réseau Financement Alternatif [en ligne]. [consulté le 23 juillet 2015]. Mars 2012. Disponible à l'adresse : http://www.financite.be/sites/default/files/references/files/2208_0.pdf

PRI. Principe pour l'investissement responsable. UNEP [document PDF]. [consulté le 15 juillet 2015]. Disponible à l'adresse : http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/pri_francais.pdf

FEDERATION BANCAIRE FRANCAISE, 2012. *L'ISR un placement pour les particuliers*, (pdf) septembre 2012, Disponible à l'adresse : <http://www.fbf.fr/fr/files/9FTDZE/MG-HS%20-%20ISR.pdf>

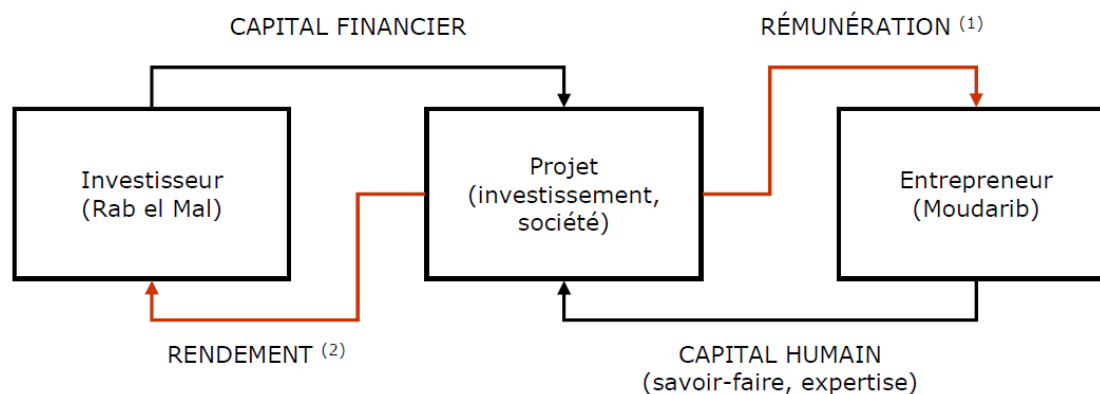
Travail de bachelor & Master

FELDER Yves, 2008. *Approche comportementale des investissements socialement responsables*. Genève : Haute Ecole de Gestion. Travail de bachelor [consulté le 10 juillet 2015] Disponible à l'adresse : <http://doc.rero.ch/record/11382/files/ACISR.pdf>

BENLAHMAR, Imad. 2010. *La finance islamique est-elle un rempart à la finance Conventionnelle face à la crise?* Paris-Bordeaux : Business School Inseec [consulté le 8 juillet 2015] Travail de master

Annexe 1 : Les principaux mécanismes financiers Islamique

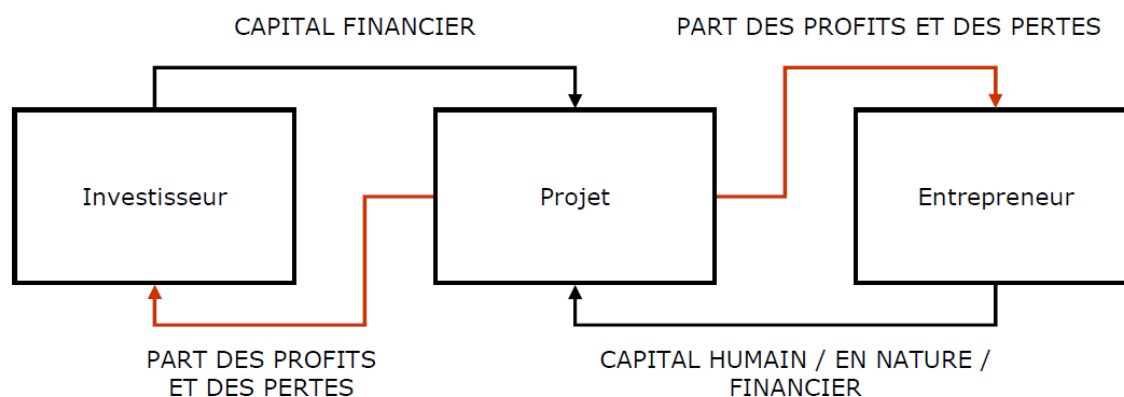
Figure 1 - Principe de fonctionnement de la Moudaraba



- (1) Part des bénéfices en cas de profit ; sinon rien.
- (2) Part des bénéfices en cas de profit ; en cas de perte, l'investisseur assume l'intégralité des pertes.

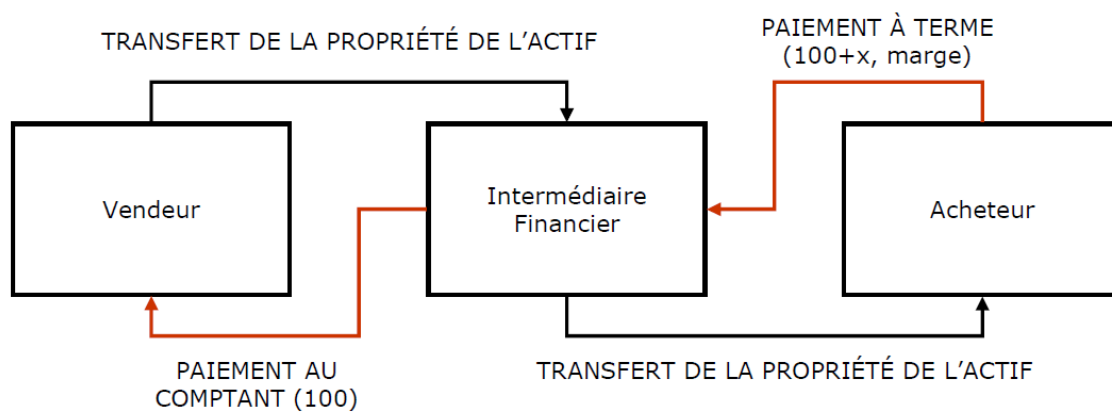
Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Figure 2 - Principe de fonctionnement de la Moucharaka



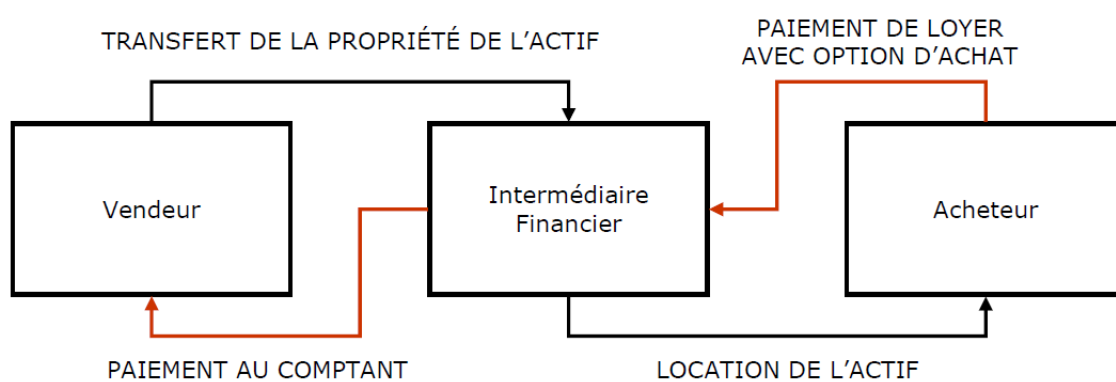
Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Figure 3 - Principe de fonctionnement de la Mourabaha



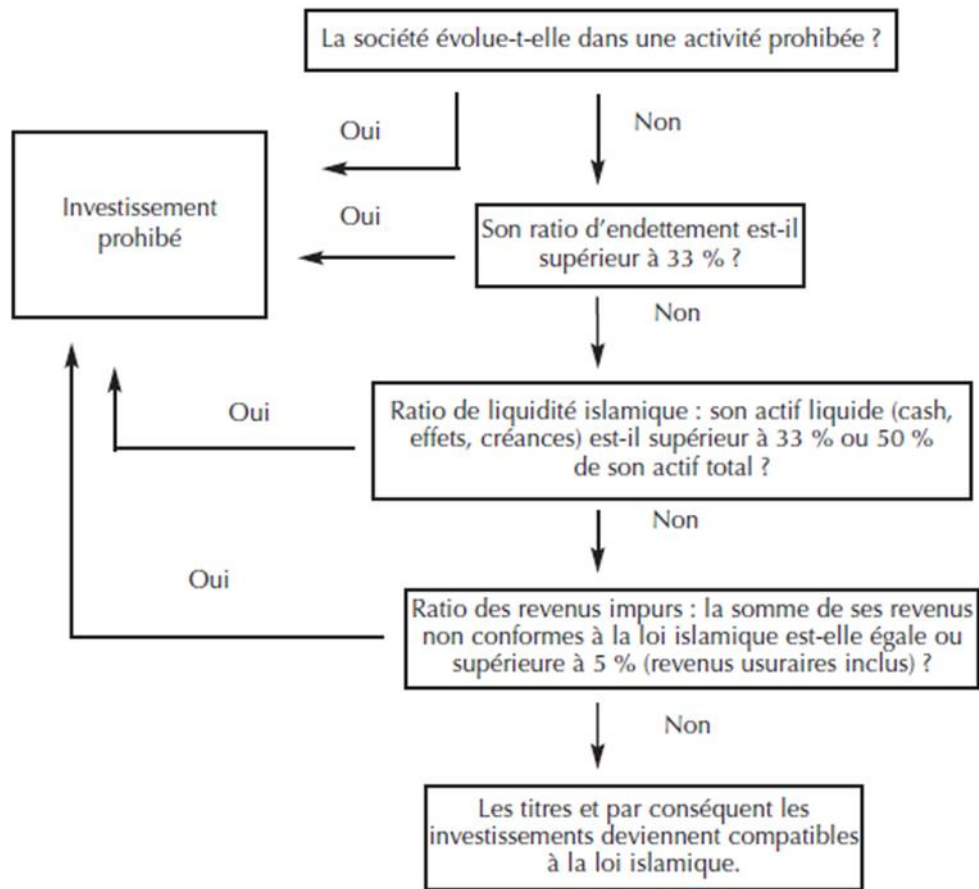
Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

Figure 4 - Principe de fonctionnement de l'Ijara



Source : Paris Europlace, Rapport Jouini et Pastré

⁶⁶Annexe 2 : Le filtrage islamique



⁶⁶ Dr. MARTIN Virginie, 2012. « *La Finance islamique : Un nouveau pas vers une finance éthique ?* » (PDF). Gérer et comprendre. Juin 2012 N°108 Disponible à l'adresse : <http://www.annales.org/gc/2012/gc108/MARTIN.pdf> (p.18)

Annexe 3 : Les règles quantitatives du filtrage islamique

67

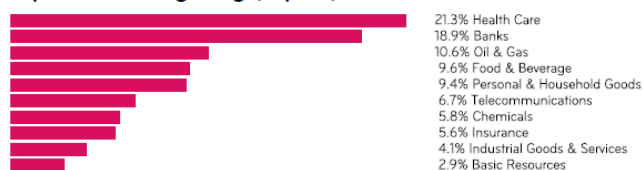
Règle de filtrage basée sur les postes d'actif	Règle de filtrage basée sur le marché de capitaux
Revenu illicite/revenu total < 5%	Revenu illicite/revenu total < 5%
Dépôts et placements à intérêts / Actif total < 33%	Dépôts et placements à intérêts / capitalisation boursière moyenne à 12 mois < 33%
Créances/Actif total < 33%	Créances / capitalisation boursière moyenne à 12 mois < 33%
Dettes à intérêts / Actif total < 33%	Dettes à intérêts / capitalisation boursière moyenne à 12 mois < 33%

⁶⁷ La finance pour tous, « *La finance islamique* », 6 Novembre 2012

<http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Finance-islamique/Origines-et-fondements-de-la-finance-islamique>

Annexe 4: Composition de l'indice Stoxx Europe 50

Supersector weighting (top 10)



Country weighting



68

BLUE-CHIP INDICES

STOXX® EUROPE 50 INDEX

Top 10 Components⁴

Company	Supersector	Country	Weight (%)
NOVARTIS	Health Care	CH	6.27
NESTLE	Food & Beverage	CH	5.80
ROCHE HLDG P	Health Care	CH	4.82
HSBC	Banks	GB	4.17
SANOFI	Health Care	FR	3.04
BAYER	Chemicals	DE	2.90
TOTAL	Retail	FR	2.82
BP	Retail	GB	2.66
ROYAL DUTCH SHELL A	Retail	GB	2.66
NOVO NORDISK B	Health Care	DK	2.64

⁴ Based on the composition as of Jul. 31, 2015

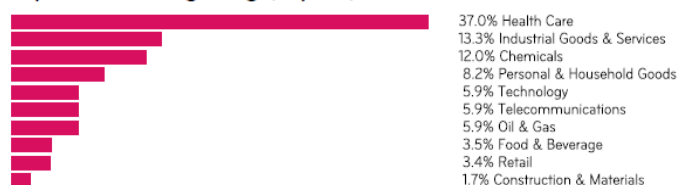
69

⁶⁸ <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SX5GR.pdf>

⁶⁹ <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SX5GR.pdf>

Annexe 5 : Composition de l'indice Stoxx Europe Islamic 50

Supersector weighting (top 10)



Country weighting



70

FAITH-BASED INDICES

STOXX® EUROPE ISLAMIC 50 INDEX

Top 10 Components⁴

Company	Supersector	Country	Weight (%)
NOVARTIS	Health Care	CH	9.80
ROCHE HLDG P	Health Care	CH	7.53
SANOFI	Health Care	FR	4.76
BAYER	Chemicals	DE	4.53
ROYAL DUTCH SHELL A	Retail	GB	4.16
NOVO NORDISK B	Health Care	DK	4.13
GLAXOSMITHKLINE	Health Care	GB	3.91
VODAFONE GRP	Telecommunications	GB	3.69
ASTRAZENECA	Health Care	GB	3.14
SIEMENS	Industrial Goods & Services	DE	3.08

⁴ Based on the composition as of Jul. 31, 2015

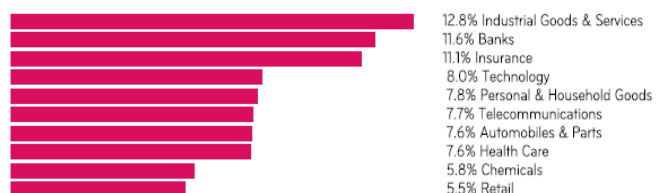
71

⁷⁰ <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SXISLBGR.pdf>

⁷¹ <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SXISLBGR.pdf>

Annexe 6: Composition de l'indice Stoxx Europe Sustainability 40

Supersector weighting (top 10)



Country weighting



72

SUSTAINABILITY INDICES

EURO STOXX® SUSTAINABILITY 40 INDEX

Top 10 Components⁴

Company	Supersector	Country	Weight (%)
Industria de Diseno Textil SA	Retail	ES	3.56
AXA	Insurance	FR	3.30
TELEFONICA	Telecommunications	ES	3.18
ASML HLDG	Technology	NL	3.17
UNIBAIL-RODAMCO	Real Estate	FR	3.15
ESSILOR INTERNATIONAL	Health Care	FR	3.11
ALLIANZ	Insurance	DE	3.01
LVMH MOET HENNESSY	Personal & Household Goods	FR	2.94
AIR LIQUIDE	Chemicals	FR	2.90
LINDE	Chemicals	DE	2.89

⁴ Based on the composition as of Jul. 31, 2015

73

⁷² <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SUBU.pdf>

⁷³ <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SUBU.pdf>