



Stratégie de gestion de portefeuille actions : de la conciliation de la performance financière et de la performance extra-financière

Thibault Le Flanchec

► To cite this version:

Thibault Le Flanchec. Stratégie de gestion de portefeuille actions : de la conciliation de la performance financière et de la performance extra-financière. Gestion de portefeuilles [q-fin.PM]. Université de La Rochelle, 2022. Français. ⟨NNT : 2022LAROD004⟩. ⟨tel-04097364⟩

HAL Id: tel-04097364

<https://theses.hal.science/tel-04097364v1>

Submitted on 15 May 2023

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization



LA ROCHELLE UNIVERSITÉ



ÉCOLE DOCTORALE
EUCLIDE

Laboratoire CEREGE (Centre de Recherche en Gestion)

THÈSE
présentée par :
Thibault LE FLANCHEC

Soutenue le 28 juin 2022
pour l'obtention du grade de Docteur de l'Université de La Rochelle
Discipline : Sciences de Gestion

**Stratégie de gestion de portefeuille actions : de la conciliation de la
performance financière et de la performance extra-financière**

JURY :

Gérard HIRIGOYEN, Professeur émérite des Universités, Université de Bordeaux, Rapporteur
Éric LAMARQUE, Professeur des Universités, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Rapporteur
Thierry POULAIN-REHM, Professeur des Universités, Université de La Rochelle, Directeur de
recherche
Stéphanie SEVRE, Professeur des Universités, Université Paris-Est Créteil, Suffragant
Isabelle SUEUR, Professeur des Universités, Université de La Rochelle, Suffragant
Loïc L'HERMITTE, Responsable Gestion privée chez Federal Finance Gestion, Invité

Avant-propos

Cette thèse a été réalisée dans le cadre d'un contrat CIFRE (Convention Industrielle de Formation par la Recherche) en partenariat avec la société Federal Finance Gestion (groupe Arkea).

Remerciements

Il est vrai que l'exercice de la thèse est bien souvent une activité anachorète. Cependant, j'ai eu la chance de bénéficier de l'apport de nombreuses personnes, que je tiens à remercier ici.

Je tiens tout d'abord à adresser mes remerciements les plus chaleureux à mon directeur de thèse, le Professeur Thierry Poulain-Rehm. Il m'a offert la chance d'effectuer ce travail au combien passionnant, il m'a soutenu et éclairé tout au long de mes recherches, je lui en suis infiniment reconnaissant.

Je tiens à remercier profondément Monsieur le Professeur Gérard Hirigoyen ainsi que Monsieur le Professeur Éric Lamarque, de l'honneur qu'ils me font en acceptant d'être les rapporteurs de cette thèse. J'adresse également mes remerciements les plus sincères à Madame le Professeur Stéphanie Sèvre et Madame la Professeur Isabelle Sueur en acceptant d'être membres du jury.

Je témoigne mon respect et mes sentiments les meilleurs à mon responsable de département chez Federal Finance Gestion, Loïc L'Hermitte, pour sa bienveillance et son riche partage. Mes remerciements se tournent également vers mes collègues Isabelle, Maryvonne, Cédric et Mikael, pour leurs apports humains et professionnels.

Je tiens de la même manière à adresser ma profonde gratitude à Robert Bescond, personne m'ayant ouvert les portes de Federal Finance Gestion. Je remercie également Victor Higgons d'Indépendance et Expansion, pour son partage et la qualité de nos échanges tout au long de cette recherche.

Je suis infiniment reconnaissant envers les membres de ma famille pour leur accompagnement tout au long de cette thèse, mais également pour leur encadrement et leur soutien depuis toujours. Je tiens particulièrement à remercier mes grands-mères, Yvette et Raymonde, mes parents, Yann et Muriel, ma sœur et mon frère, Tiphanie et Alexis.

Finalement, j'adresse mon infinie gratitude et mes meilleurs sentiments à ma partenaire de vie, Cécile, sans laquelle rien n'eut été possible.

Sommaire

<i>Introduction générale</i>	9
<i>Partie I : La responsabilité financière par l'investissement dans les fondamentaux</i>	24
<i>Chapitre 1 : Analyse et choix de paramètres financiers pour une gestion de portefeuille financièrement responsable</i>	25
<i>Chapitre 2 : Stratégie d'investissement concentré Value-Quality : une méthode financièrement responsable et rentable</i>	101
<i>Partie II : Intégration de paramètres extra-financiers pour une gestion de portefeuille responsable</i>	145
<i>Chapitre 3 : Analyse et choix de paramètres extra-financiers pour une gestion de portefeuille responsable</i>	146
<i>Chapitre 4 : Performance extra-financière des fonds ISR et impacts financiers d'un filtrage négatif sur une stratégie Value-Quality</i>	221
<i>Conclusion générale</i>	270

« Un jour, tout sera bien, voilà notre espérance.

Tout est bien aujourd'hui, voilà l'illusion.»

Voltaire

Introduction générale

« Savoir en Bourse faire la distinction entre investissement et spéculation est salutaire. Leur confusion est une cause d'inquiétude. Nous avons toujours dit que Wall Street, en tant qu'institution, aurait intérêt à promouvoir cette différence auprès du grand public. Faute de quoi, les sociétés d'investissement risquent un jour d'être tenues pour responsable de pertes spéculatives énormes par des victimes insuffisamment informées. »

Benjamin Graham¹

« Notre capacité à nous concentrer sur les choses importantes est l'une des caractéristiques qui déterminent notre intelligence, et nul ne sait précisément comment notre cerveau s'y prend pour le faire. Et c'est l'incapacité à se concentrer sur ce qui compte qui provoque les erreurs de jugement les plus fréquentes. »

Robert Shiller²

Ces citations résument bien les principales entraves faisant face aux théoriciens et investisseurs sur le chemin de l'investissement responsable.

Les difficultés qu'éprouvent aujourd'hui les théoriciens et investisseurs dans le domaine de la finance responsable découlent en partie du déroulement historique de la réflexion menant à celle-ci. Depuis la naissance des marchés boursiers et plus spécialement des premiers échanges réglementés en 1773 à la Bourse de Londres, les champs de recherche quant aux théories financières évoluent. Le point de départ consensuel est la théorie financière classique, qui estime que les investisseurs sont rationnels et sélectionnent leurs investissements sur l'unique base de critères financiers, pour se tourner ensuite vers la finance comportementale et aujourd'hui au développement de l'investissement responsable. L'exclusivité de l'attention accordée aux seuls critères financiers est désormais remise en question par l'intégration de paramètres extra-financiers. Toutefois, la forme actuelle de ce que l'on nomme couramment « Investissement Socialement Responsable³ » a été fortement influencée par les théories antérieures.

¹ Graham, B. (2018). L'investisseur Intelligent. Valor Editions, p. 36.

² Shiller, R. (2000). Exubérance irrationnelle. Valor Editions, p. 207.

³ ISR.

Tout d'abord, depuis la naissance de la théorie financière, une confusion a émergé, celle entre la valeur et le prix. De prime abord, on pourrait croire que le prix et la valeur sont identiques, mais cela supposerait que les acteurs des marchés financiers soient constamment rationnels (élément grandement discutable). Les bulles spéculatives et leurs éclatements en sont des preuves, le développement de la finance comportementale⁴ une autre. En ce sens, nous pouvons constater une évolution paradigmatique de la théorie financière classique vers l'incorporation de phénomènes psychologiques, initiée notamment par Kahneman et Tversky⁵, Shleifer⁶ ou encore Shiller⁷. Il est possible d'indiquer que les différentes théories se regroupant sous la théorie financière classique partagent un certain nombre d'hypothèses : les marchés sont efficients, les investisseurs prennent toujours des décisions rationnelles, les investisseurs ont accès aux informations du marché, les investisseurs ont une parfaite maîtrise d'eux-mêmes. Nous pouvons ainsi considérer que le concept d'homo œconomicus est le socle de la finance classique. Les fondements de la gestion de portefeuille ont ainsi été développés sur la base de l'agent rationnel de Markowitz⁸ (la théorie moderne du portefeuille). Toutefois, ce modèle nécessitant une rationalité des investisseurs a été confronté à la réalité boursière, et au phénomène d'« exubérance irrationnelle »⁹, notamment après le krach d'octobre 1987. C'est ainsi que l'intégration des phénomènes psychologiques est apparue. Hirigoyen¹⁰ souligne que « La finance comportementale est une nouvelle approche qui soutient que les phénomènes financiers peuvent être compris par l'utilisation de modèles où des agents ne sont pas totalement rationnels ». En outre, il convient de noter qu'une nouvelle évolution paradigmatique est apparue et s'est accentuée à partir des années 1990, la prise en compte de la responsabilité sociale des entreprises dans l'activité d'investissement. Ce courant intégrant la dimension extra-financière des entreprises, nommé investissement socialement responsable, est encore aujourd'hui en pleine évolution. Le mouvement engagé depuis le développement de l'ISR remet ainsi en question la théorie financière classique guidée exclusivement par le risque financier et

⁴ La finance comportementale (FC) intègre les comportements psychologiques des investisseurs sur la dynamique des marchés boursiers. La FC marque une rupture paradigmatique avec la finance classique par la remise en cause de l'attitude rationnelle des investisseurs, qui sont victimes de biais psychologiques et comportementaux.

⁵ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, vol. 47, n° 2, pp. 263-291.

⁶ Shleifer, A. (1999). *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press, Clarendon lectures in Economics.

⁷ Shiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.

⁸ Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, pp. 77-91.

⁹ Shiller, R. (2000). *Exubérance irrationnelle*. Valor Editions.

¹⁰ Hirigoyen, G. (2019). *Théorie et modélisation financières. Antécédents et perspectives*. *Entreprise & Société*, n° 6, pp. 33-71.

le rendement financier, pour y intégrer une vision de responsabilité. Il convient cependant de souligner que la théorie financière classique reste le paradigme dominant, et les comportements des marchés sont encore aujourd'hui largement examinés par son prisme. En ce sens, une large partie de la littérature académique s'intéressant à l'investissement responsable s'attache à comparer les performances financières des fonds ISR avec les fonds conventionnels, notamment au travers d'outils issus de la théorie financière classique.

Savoir faire la différence entre investir et spéculer semble central pour le bon développement de l'investissement responsable, et plus largement de la finance de marché et du capitalisme. En outre, les théories financières classiques¹¹ fondées sur l'hypothèse de rationalité cherchent à optimiser la performance financière sur le court terme, ce qui signifie qu'elles peuvent favoriser une certaine attitude spéculative. Le développement de la finance responsable, c'est-à-dire intégrant des aspects éthiques et de durabilité, s'est fait sur la base de ces théories ayant peu de sens avec une attitude d'investisseur de long terme. Les fonds responsables ont intégré un aspect extra-financier sur la gestion financière. En ce sens, la gestion responsable n'est pas un style de gestion de portefeuille à proprement parler mais un ajout extra-financier à une gestion traditionnelle. Toutefois, il est possible de signaler qu'une rupture paradigmatique émerge avec le développement de la prise en compte des enjeux extra-financiers. Le concept de la recherche de maximisation du profit pour les actionnaires est alors remis en question par la prise en compte des parties prenantes et de l'environnement.

La théorie en substruction de la plupart des portefeuilles d'investissement (théorie des marchés efficients) permet difficilement aux investisseurs de jouer systématiquement et pleinement le rôle de financeur de l'économie réelle, sur la base de données financières fondamentales. Cette théorie n'intègre pas suffisamment les phénomènes de rétroactions positives, et peut détourner l'investisseur des « esprits animaux » développés par Akerlof et Shiller¹². Elle ne permet donc pas la mise en place d'une attitude responsable et prudente face au risque de bulle spéculative, donc d'éclatement et de dépression boursière, financière, économique et sociale. L'impact social des crises financières liées à la spéculation a été étudié par les chercheurs, négliger leurs conclusions ne peut être considéré comme une attitude responsable.

¹¹ Les théories financières classiques ont pour socle commun la théorie économique néoclassique et le concept d'homo œconomicus. Les principales hypothèses développées sont alors celle de l'agent rationnel, de l'espérance de rentabilité liée à la volatilité et celle de l'efficacité des marchés.

¹² Akerlof, G., & Shiller, R. (2013). Les Esprits animaux : Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie. Flammarion.

De plus, les outils de mesure de rentabilité ou de risques ont été développés dans la pure recherche de performance financière par le moyen de méthodes positivistes. Ils présentent certaines limites lorsque l'on souhaite les utiliser dans le cadre d'une stratégie d'investissement responsable de long terme. La prise en compte de la volatilité est utile pour un spéculateur de court terme, elle est un frein pour un investisseur responsable de long terme, caractérisant le risque comme la possibilité de perte durable ou permanente de capital. Si une société de qualité et faiblement valorisée suite à un mouvement de marché est caractérisée de risquée par la théorie financière classique, elle présente au contraire un aspect peu risqué pour un investisseur dans les fondamentaux. Selon la théorie financière classique, la société TF1 présentait alors un plus grand risque au prix de 4,15€ par action en mai 2020 qu'à 7€ en février de la même année, ce que rejettent les investisseurs dans les fondamentaux. Selon la théorie financière classique, la société Klépierre était plus risquée au prix de 9€ par action en août 2020 qu'au prix de 29€ en décembre 2019. Les investisseurs dans les fondamentaux et plus spécialement dans la valeur ont alors profité de cette marge de sécurité apportée par la baisse des prix et des valorisations pour investir et obtenir des performances de plus de 100%, 6 à 12 mois plus tard. En outre, le coefficient bêta issu du modèle MEDAF¹³ évalue la rentabilité et la performance par rapport à un indice, il est alors inutile pour un investisseur de long terme essayant d'éviter le phénomène de rétroaction positive. La prise en compte du bêta peut même être considérée comme une attitude risquée en période d'euphorie boursière. Au mois d'août 2021, le seul secteur du luxe (Lvmh, L'Oreal, Hermès, Kering) représentait 34% de l'indice CAC 40 pour un PER¹⁴ moyen de plus de 44 et un prix sur valeur comptable moyen de près de 9. Il est possible de souligner les limites du bêta en constatant l'évolution récente du prix de l'action Kering (entreprise valorisée plus de 60 milliards d'euros en 2022). L'action Kering était cotée 357€ en mars 2020, 792€ en juillet 2021 puis 506€ en avril 2022, soit une hausse de 122% et une baisse de -36% en l'espace de deux années. Les exemples sont nombreux pour mettre en avant les limites de certaines théories financières, comme la théorie de l'efficacité des marchés ou la théorie moderne du portefeuille, avec une stratégie d'investissement responsable de long terme.

Ensuite, les méthodologies d'analyse extra-financière sont majoritairement bâties sur le socle de l'analyse financière. Elles intègrent systématiquement une quantification des critères extra-financiers pour finalement faire émerger une notation de responsabilité de l'entreprise, le tout,

¹³ MEDAF = Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (traduction de Capital Asset Pricing Model)

¹⁴ Price-Earning-Ratio : Ratio de valorisation permettant d'observer le niveau de prix de l'entreprise par rapport à ses bénéfices. Un PER élevé indique que l'entreprise est désirée par les investisseurs. CAC 40 période 1988-2021 PER moyen = 13,44, PER médian = 14,27 (source Refinitiv Datastream)

en intégrant des critères liés à l'environnement, au social/sociétal et à la gouvernance. L'analyse extra-financière a été créée pour palier le problème de l'asymétrie de l'information entre les agents possédant l'information et ceux l'ignorant, à une période où la surcharge informationnelle n'était pas aussi prégnante qu'aujourd'hui. Les défaillances de la notation financière ont par ailleurs été mises en évidence par la crise financière des *Subprimes*. Le paradigme classique en analyse extra-financière consistant à prendre en compte le plus grand nombre de critères pour faire émerger une notation finale fait désormais face à un problème majeur. Le danger est celui d'une intégration trop large de critères dissemblables, inégaux et subjectifs, dans un outil opaque, pour en faire résulter une notation sans réelle significativité et matérialité pour l'investisseur (ce que souligne l'Autorité des Marchés Financiers)¹⁵. Le récent scandale Orpéa ou encore le fait que certains fonds ISR investissent en Chine ou en Russie en sont des illustrations.

De plus, un point clé reste discuté. Fait-on de l'analyse extra-financière pour rechercher une meilleure performance financière, ou, fait-on de l'analyse extra-financière simplement pour chercher à être plus responsable ? De nombreuses études mettent en avant cette importante dissonance parmi les objectifs des investisseurs (Sandberg et *al.*¹⁶, Derwall et *al.*¹⁷, Widyawati¹⁸). Un récent rapport de l'OCDE pointe cette discordance en expliquant qu'originellement, les approches utilisaient un filtrage d'exclusion dans le but de faire concorder les décisions d'investissements avec les valeurs éthiques des investisseurs, pour aujourd'hui devenir un outil essayant de maximiser la valeur financière¹⁹.

Un autre aspect peut y être inclus. La stratégie de gestion de portefeuille permet-elle de concilier investissement et responsabilité ? Il s'avère qu'aujourd'hui la différence entre investissement et spéculation ne soit pas suffisamment faite pour établir logiquement les critères centraux d'un portefeuille d'investissement associant performance financière et performance extra-financière, et comme le soulignait Graham :

¹⁵ Demartini, A. (2020). La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services. Autorité des marchés financiers.

¹⁶ Sandberg, J., Juravle, C., Martin, T., & Hamilton, I. (2009). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, vol. 87, pp. 519-533.

¹⁷ Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors. *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, pp. 2137-2147.

¹⁸ Widyawati, L. (2020). A Systemic Literature Review of Socially Responsible Investment and Environmental Social Governance Metrics. *Business Strategy and the Environment*, vol. 29, pp. 619-637.

¹⁹ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. Paris: OECD.

« Des cours élevés sont synonymes de valeur spéculative. Cette remarque mérite d'être expliquée avec clarté. Nous ne voulons pas dire que c'est une erreur de payer une action plus de 20 fois son résultat moyen. Nous considérons seulement qu'un tel cours est une pure spéculation²⁰. »

Klarman souligne également que « comprendre la différence entre investissement et spéculation est la première étape vers la réussite de l'investissement²¹ ».

L'intégration des valeurs éthiques aux investissements a initialement pour origine unique la volonté de respecter ses propres valeurs morales, nullement la recherche de performance par ce biais. C'est ce que les Quakers ont appliqué aux Etats-Unis dès le XVIII^{ème} siècle. Toutefois, le paradigme basal a ensuite évolué, en utilisant les critères extra-financiers non pas pour satisfaire ses propres valeurs morales, mais dans le dessein d'optimiser la performance des portefeuilles. Le concept d'agence de notation extra-financière (développé à la fin du XX^{ème} siècle) s'appuie sur le modèle des agences de notation financière. Cependant, certaines limites apparaissent avec les données extra-financières : disponibilité, homogénéisation, mise en rapport, choix des critères, pondération des critères etc. Nous pouvons par ailleurs citer deux principales limites actuellement délaissées par les méthodologies contemporaines :

- La subjectivité des critères et des indicateurs clés de performance utilisés.
- La surcharge informationnelle (phénomène de courbe en U inversée et surcharge cognitive et de connaissances).

Notre recherche porte, dans ce contexte, sur l'étude des principales stratégies de gestion de portefeuille actions et sur la qualité de l'analyse extra-financière des entreprises. La réalisation de cette étude est motivée par la logique de concilier performance financière de long terme et responsabilité financière et extra-financière. L'investissement responsable est un chemin vers la conciliation des objectifs financiers et sociétaux. Des éclaircissements méthodologiques, théoriques et philosophiques doivent être apportés.

Problématique de la recherche

La recherche doctorale se focalise sur la mise en place d'une stratégie de gestion de portefeuille actions alliant performance financière de long terme et performance extra-financière. La performance financière s'entend ici par la rentabilité absolue d'un fonds d'investissement sur

²⁰ Graham, B., & Dodd, D. (2015). Security Analysis. Valor Editions. p. 467.

²¹ Klarman, S. (1991). Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor. Harper Collins. p. 3.

un horizon d'investissement de moyen long terme (>5 ans). La performance extra-financière d'un fonds d'investissement ne dispose pas de définition précise et consensuelle. Cependant, nous pouvons la définir comme la capacité du gérant à sélectionner des entreprises éthiques et contribuant au développement durable, en relation avec les critères moraux des investisseurs. En ce sens, un portefeuille (fonds) responsable est un portefeuille d'investissement répondant à la fois à des objectifs financiers et à des valeurs éthiques. La recherche de rendement financier ne se fait pas au détriment des valeurs morales des investisseurs.

La majorité des composantes de l'objet de cette recherche synoptique ne dispose pas d'un consensus clair, et de nombreuses questions restent ouvertes. Bien que le sujet de la performance financière de l'investissement responsable (rendement des fonds d'investissement intégrant des critères extra-financiers) ait déjà été étudié à de nombreuses reprises (Cullis et *al.*²², Porter et van der Linde²³, Little et Little²⁴, Derwall et *al.*²⁵, Kempf et Osthoff²⁶, Gompers et *al.*²⁷, Le Maux et Le Saout²⁸, Bauer et *al.*²⁹, Statman³⁰, Fernandez-Izquierdo et Matallin-Saez³¹, Alsheh et *al.*³²), la détermination de ce qu'est un portefeuille responsable reste complexe. Pourtant, l'étude de la performance financière ne peut se faire sans la spécification de ce qu'est un portefeuille financièrement et extra-financièrement responsable. Hart et Ahuja³³ vont dans ce sens en déclarant que le caractère évolutif de l'investissement responsable est un frein à la généralisation des résultats. Il conviendra dès lors de mener une analyse approfondie

²² Cullis, J., Lewis, A., & Winnett, A. (1992). Paying To Be Good ? U.K. Ethical Investments. *Kyklos*, vol. 45, n° 1, pp. 3-23.

²³ Porter, M., & van der Linde, C. (1995). Toward a New Conception of the Environment Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, pp. 97-118.

²⁴ Little, P., & Little, B. (2000). Do Perceptions of Corporate Social Responsibility Contribute to Explaining Differences in Corporate Price-Earnings Ratios? A research Note. *Corporate Reputation Review*, vol. 3, pp. 137-142.

²⁵ Derwall, J., Guestner, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *The Financial Analysts Journal*, n° 61, pp. 51-61.

²⁶ Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*, vol. 13, n° 5, pp. 908-922.

²⁷ Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, pp. 107-155.

²⁸ Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? *Revue Sciences de Gestion*, vol. 44, pp. 51-79.

²⁹ Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The Ethical Mutual Fund Performance Debate : New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, vol. 70, pp. 111-124.

³⁰ Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n° 3, pp. 30-39.

³¹ Fernandez-Izquierdo, A., & Matallin-Saez, J. (2008). Performance of Ethical Mutual Funds in Spain : Sacrifice or Premium. *Journal of Business Ethics*, vol. 81, pp. 247-260.

³² Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, vol. 10, n° 2, pp. 494-519.

³³ Hart, S. L., & Ahuja, G. (1996). « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance. *Business Strategy & the Environment*, n° 5, pp. 30-37.

sur la signification de ce qu'est un portefeuille financièrement et extra-financièrement responsable.

Plusieurs réflexions enveloppent le sujet central :

- Quelle stratégie de gestion actions est la plus financièrement responsable ?
- Quelle est la stratégie de gestion actions la plus adaptée pour associer performance et responsabilité financière ?
- Comment déterminer la performance extra-financière d'une entreprise ?
- Est-il possible de combiner performance financière et performance extra-financière ?

Le dessein de cette recherche est donc de définir dans un premier temps quelle stratégie de gestion actions est la plus à même d'être considérée comme financièrement responsable (non spéculative), tout en étant financièrement rentable. La désignation de cette stratégie doit permettre d'établir une philosophie de gestion long terme basée sur les fondamentaux financiers, liés à l'économie réelle et productive. En outre, elle sera un gage de crédibilité pour les investisseurs ne considérant pas la bourse comme une activité spéculative mais comme un outil permettant la création de valeur et d'utilité. Cette désignation constituera le socle sur lequel nous ajouterons des aspects extra-financiers. L'atteinte de ce premier objectif apportera une plus-value scientifique et managériale de par son côté original. En effet, les études antérieures portant sur la performance de l'investissement responsable n'abordent pas cet aspect, qui semble pourtant essentiel à la définition de l'investissement responsable. La question même de la différenciation entre l'investissement et la spéculation doit être au cœur de la finance de demain. Manquer ce soubassement semble être pour l'heure un frein au développement d'une finance utile et éthique.

Dans un second temps, nous chercherons à déterminer comment pratiquer l'analyse extra-financière, dans le dessein de répondre à nos objectifs de responsabilité. La plupart des études concernant la performance financière de l'investissement responsable s'attachent à intégrer des niveaux de notations extra-financières, sans spécialement questionner les méthodologies les conduisant. Au regard du passif des notations financières (crise des *Subprimes*) et de leur remise en cause, nous estimons que l'analyse critique des notations extra-financières est primordiale. La légitimité d'une gestion se voulant responsable se trouve particulièrement dans la matérialité des facteurs extra-financiers et dans la capacité à atteindre les objectifs extra-financiers déterminés. En l'absence de ce raisonnement, la finance responsable restera entourée d'une

image d'« écoblanchiment » (donner une image écologique et éthique à une activité qui ne l'est pas).

Les réponses apportées à ces questions permettront finalement de développer une stratégie de gestion financièrement et extra-financièrement responsable, pour enfin mesurer sa performance financière au regard de celle du marché. Le caractère synoptique *ab ante* de cette dernière mesure permettra de dépasser le chemin classique emprunté par les nombreuses études couvrant le sujet. Notre recherche apportera une contribution d'ordre théorique, méthodologique et managériale.

Méthodologie de la recherche

Cette recherche combine deux méthodologies différentes mais complémentaires. Tout d'abord le raisonnement logico-déductif prôné par Mises³⁴ ou encore Hayek³⁵, puis empirique, par le moyen de tests de conjectures, prôné par Popper³⁶.

Partant du postulat que l'explication de chaque événement financier / économique doit faire appel à l'ensemble des connaissances humaines et non à une science précise, notre ambition est d'établir un certain nombre de faits incontestables, pour ensuite établir les conséquences par simple déduction logique. L'observation empirique sera associée à la déduction logique, mais ne peut pas être l'unique substraction d'une théorie dans ce domaine. Comme l'indique Bouveresse³⁷ : « il apparaît vite qu'aucune série finie d'expériences ne peut permettre l'énoncé des propositions universelles dont nous avons besoin dans notre science et pour nos actions. L'expérience ne peut aller au-delà d'elle-même, elle ne justifie rien ». Effectivement, notre recherche en Sciences de gestion porte sur les comportements humains, car la finance comme l'économie ne sont que principalement composées d'actions humaines, et ne font que rarement et non systématiquement preuve de constance, au contraire des sciences naturelles.

Aimar³⁸ indique qu'Hayek avait parfaitement conscience qu'il est possible, et sans doute bénéfique, de compléter un raisonnement déductif par le moyen de vérification ou plus

³⁴ von Mises, L. (1949). L'action Humaine. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet.

³⁵ Hayek, F. (1953). Scientisme et sciences sociales : Essai sur le mauvais usage de la raison. Traduit par Barre, R. Librairie Plon.

³⁶ Popper, K. (1973). La logique de la découverte scientifique. Payot.

³⁷ Bouveresse, R. (2000). Le rationalisme critique de Karl Popper. Paris : Ellipses Édition Marketing. p. 6.

³⁸ Aimar, T. (2002). Commentaire sur "économie et connaissance" de F. H. Hayek. Cahiers d'Économie Politique, n° 43, pp. 105-118.

précisément de falsification. Il cite en particulier un passage dans lequel Hayek se réfère à Popper.

« En bref, je défends la thèse que l'élément empirique de la théorie économique (c'est-à-dire la partie concernée non seulement avec des implications, mais avec des causes et des effets, et conduisant donc à des conclusions qui, tout au moins en principe sont susceptibles d'être vérifiées (ou, plus exactement falsifiées - voir K. R. Popper, Logik der Forschung, Vienne, 1935, passim-), réside dans des propositions relatives à l'acquisition de la connaissance³⁹. »

Nous pouvons par ailleurs retrouver cette même réflexion de Hayek dans *Scientisme et sciences sociales* : « le travail théorique et le travail historique sont ainsi des activités logiquement distinctes, mais complémentaires⁴⁰ ». L'originalité méthodologique de cette thèse est qu'elle fait la distinction entre les outils utiles aux sciences de la nature et ceux utiles en sciences sociales. Nous comprenons tout autant que la méthode mathématique peut être utile pour présenter ou illustrer un principe, mais cette méthode ne permet pas d'empoigner la quiddité des phénomènes économiques et financiers. Hayek indique même qu'utiliser exclusivement les méthodes des sciences de la nature à l'économie relève de l'illusion scientifique⁴¹.

Pour répondre à nos différentes questions de recherche, nous adoptons en premier lieu une réflexion logico-déductive couplée à un rationalisme critique. Suite à ces réflexions, nous tenterons de contredire (falsifiabilité / réfutabilité) les théories avancées par le moyen de tests empiriques. **Notre méthodologie de recherche s'organisera autour de deux axes pour chacune de nos dimensions (financier / extra-financier) :**

La première étape consistera à mener un raisonnement logique, soutenu par le rationalisme critique et la littérature académique, au sujet des théories faisant autorité dans le domaine ou acceptées de manière institutionnelle.

La deuxième étape consistera soumettre à l'épreuve des faits, par des tests empiriques, certaines théories essentielles à la construction d'un portefeuille alliant performance financière et responsabilité sociétale. De sorte que notre proposition de stratégie de gestion de portefeuille soit soutenue par la logique et par les faits.

³⁹ Hayek, F. (1937). Economics and Knowledge. *Economica*, vol. 4, n° 13, pp. 33-54.

⁴⁰ Hayek, F. (1953). *Scientisme et sciences sociales : Essai sur le mauvais usage de la raison*. Traduit par Barre, R. Librairie Plon. p. 114.

⁴¹ Garrouste, P. (1994). Carl Menger et Léon Walras à propos de l'utilisation des mathématiques en économie. *Économie et Société*, n° 20-21, pp. 11-27.

Intérêts de la recherche

Cette recherche présente plusieurs intérêts, sur le plan théorique, méthodologique et managérial.

L'intérêt théorique de ce travail est pluriel dans le sens où il apporte une contribution à deux débats centraux dans l'activité de gestion de portefeuille responsable, à savoir la performance financière d'une gestion responsable (explorée sous un angle nouveau) et l'investissement dans la valeur, suggéré tout particulièrement par la théorie *Value-Quality* (explorée pour la première fois en France). Ces deux dimensions sont au centre de notre réflexion holistique quant à la gestion de portefeuille responsable. Le débat sur la performance financière de l'investissement responsable reste ouvert et flou, de par les réponses hétérogènes apportées jusqu'ici, résultantes de méthodologies dissemblables. La théorie de l'investissement dans la valeur est fortement remise en cause par le développement de la gestion croissance, et plus spécialement de la gestion passive. Actualiser cette théorie semble essentiel dans l'intention de remettre en corrélation la finance de marché et l'économie réelle. De plus, cette recherche est la première à tester la stratégie *Value-Quality* intégrant une méthodologie extra-financière. Les apports pourraient être un catalyseur au développement d'une nouvelle théorie de la gestion de portefeuille actions. En outre, cette étude intègre une analyse critique des méthodologies d'analyse extra-financière par l'intégration de théories jusqu'alors délaissées par les analystes extra-financiers. Le manque d'étude sur la qualité des notations extra-financières et plus spécialement sur la performance extra-financière de certaines méthodologies (ESG⁴², ISR⁴³ etc) est une lacune majeure au bon développement de la finance responsable, et peut être source d'écoblanchiment. Cette recherche vise à combler cette lacune et à faire émerger une théorie de l'analyse extra-financière. Plus généralement, les théories financières classiques ont montré leurs faiblesses face à la réalité des marchés boursiers. Leur remise en cause et leur éclaircissement semblent indispensables afin de contribuer à une finance plus réaliste et plus responsable. C'est dans ce cadre que nous aborderons la théorie de l'agent hyper rationnel, et que nous essayerons de mettre en perspective la théorie financière classique face à une réflexion logico-déductive et aux faits empiriques.

Cette étude vise finalement à apporter une contribution à la gestion de portefeuille, en considérant qu'une stratégie *Value-Quality* excluant les entreprises les moins responsables,

⁴² Les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance sont des catégories générales englobant les activités d'une entreprise et les potentiels impacts extra-financiers résultant de son activité.

⁴³ L'investissement socialement responsable est l'application des notions de développement durable au domaine de l'investissement financier.

apporte de meilleures performances financières et extra-financières qu'une gestion passive ou indicielle.

Cette recherche présente également plusieurs intérêts sur le plan méthodologique. Tout d'abord, celle-ci aborde l'investissement responsable sous un angle largement inexploré jusqu'alors. Nous appréhenderons l'investissement responsable en nous intéressant en premier lieu à la responsabilité financière, c'est-à-dire en faisant la distinction entre une attitude spéculative et une attitude d'investissement de long terme. De plus, nous mènerons une réflexion sur la philosophie morale avant de faire émerger la méthodologie extra-financière la plus adéquate afin de répondre à nos objectifs. La responsabilité extra-financière, comme pensée dans cette recherche, suit une méthodologie conséquentialiste (utilitariste), tandis que la plupart des recherches suivent une méthodologie analysant les moyens et non les fins. Pour essentialiser, l'approche holistique de cette recherche enrichit la méthode logico-déductive par des tests de conjectures. L'investissement n'étant pas une science exacte et formelle à proprement parler (Science de la nature), mais un agrégat de Sciences humaines, sociales, économiques, et de gestion, cette thèse se fonde sur une approche pluridisciplinaire, à l'image des propositions constantes de Mises, Hayek ou encore Tirole. C'est d'ailleurs ce que recommandent Paraque et Pérez⁴⁴ en expliquant que le développement d'un cadre d'analyse élargie est souhaitable (philosophie, éthiques etc), et que la finance « scientifique » avait eu la prétention de s'affranchir des Sciences humaines et sociales comme l'anthropologie. Le couplage de la méthode logico-déductive et de la méthode de tests de conjectures devrait permettre de renforcer la portée de nos résultats. Il convient de souligner que la plupart des recherches concernant l'investissement responsable sont effectuées de façon exclusivement positiviste et quantitativiste, ce qui selon nous ne permet pas d'appréhender la subtilité des constituants de la finance responsable. De par l'utilisation de ces deux méthodes, cette étude vise à enrichir le cadre méthodologique de l'activité d'investissement mais aussi de l'analyse extra-financière.

Cette recherche présente plusieurs contributions sur le plan managérial. Si nos travaux démontrent, par la logique et par des tests de conjectures, que la gestion long terme basée sur les fondamentaux financiers apporte une meilleure performance financière ainsi qu'une meilleure responsabilité financière, les investisseurs devraient trouver la motivation d'investir et non de spéculer. De plus, cette étude pourrait permettre aux investisseurs de long terme de

⁴⁴ Paraque, B., & Pérez, R. (2015). La finance autrement ? Réflexions critiques et perspectives sur la finance moderne. Presses Universitaires du Septentrion. p. 15.

se détourner d'outils financiers liés à la théorie financière classique, pour en sélectionner des plus adéquats à une gestion de long terme. Enfin, si l'intégration de critères extra-financiers n'impacte pas négativement la performance financière, les investisseurs réticents à cette intégration devraient être incités à adopter ce filtrage. De la même manière, les réflexions et études menées dans cette recherche au sujet de la performance extra-financière devraient permettre aux analystes extra-financiers d'employer une méthodologie apportant plus de clarté et de matérialité.

Organisation de la recherche

Cette recherche s'organise en deux parties composées chacune de deux chapitres.

La première partie est consacrée à l'élaboration du cadre financier le plus approprié dans l'intention d'associer performance et responsabilité financière.

Le chapitre 1 a pour dessein de faire émerger le cadre financier théorique pour la construction d'une stratégie de gestion de portefeuille actions responsable. Ce travail s'articule en deux sections sur une méthode purement logico-déductive, soutenue par la revue de la littérature.

L'objectif de la première section est de replacer l'utilité des marchés financiers au cœur de notre réflexion et de s'interroger sur la théorie consensuelle présente dans le secteur de l'investissement, la théorie de l'efficience des marchés. L'analyse critique de cette théorie, sous-tendant la plupart des développements en finance de marché, devrait nous permettre de mieux comprendre le fonctionnement général de la bourse et de nous écarter d'une attitude spéculative.

La deuxième section a pour intention de mener une analyse critique fine sur l'ensemble des facteurs influençant la gestion de portefeuille actions. La première étape étant de bien comprendre ce qu'est l'investissement. Consécutivement, nous évoquerons le risque d'investissement et les différentes stratégies de gestion existantes. Cette réflexion nous permettra dans le chapitre suivant de tester la stratégie de gestion de portefeuille que nous aurons fait émerger.

Le chapitre 2 sera consacré à la phase de test de conjectures qui permettra de soumettre à l'épreuve des faits les théories financières consensuelles discutées dans le chapitre 1. Ce chapitre a alors pour ambition de renforcer la méthode logico-déductive par une analyse quantitative empirique longitudinale.

La deuxième partie est dédiée à la formulation du cadre extra-financier le plus adapté et le plus logique, dans le but d'obtenir une performance extra-financière apportant de la clarté et de la matérialité. Elle aboutit finalement à l'élaboration d'une stratégie de gestion de portefeuille apportant performance financière et extra-financière.

Le chapitre 3 a pour objectif de discuter les théories extra-financières sous-tendant l'investissement responsable. Il se compose de trois sections complémentaires.

La première section retracera l'histoire de l'investissement socialement responsable, des premières formes à nos jours. L'intégration de la philosophie des Lumières comme un catalyseur de l'investissement éthique sera ainsi évoquée.

La deuxième section vise à mener une analyse critique des méthodologies d'analyse extra-financière institutionnalisées, dans le but d'en souligner les limites les plus évidentes.

La troisième section cherchera à contourner les limites actuelles de l'analyse extra-financière afin de déterminer les principes extra-financiers les plus logiques et utiles, pour une meilleure clarté et matérialité.

Le chapitre 4 est à l'image du chapitre 2. Il vise à tester empiriquement certaines théories extra-financières consensuelles pour les réfuter ou les corroborer de façon quantitative. Les résultats obtenus devront permettre de façonner un socle pour la mise en place d'une méthodologie d'analyse extra-financière. Ce chapitre est constitué de deux sections.

La première section est composée d'un test de conjecture concernant la qualité extra-financière des fonds labellisés ISR.

La deuxième section présente le test final de la stratégie de gestion de portefeuille actions alliant performance financière et extra-financière. Cette section devra permettre d'observer si la mise en place d'une gestion de portefeuille actions responsable impacte la performance financière.

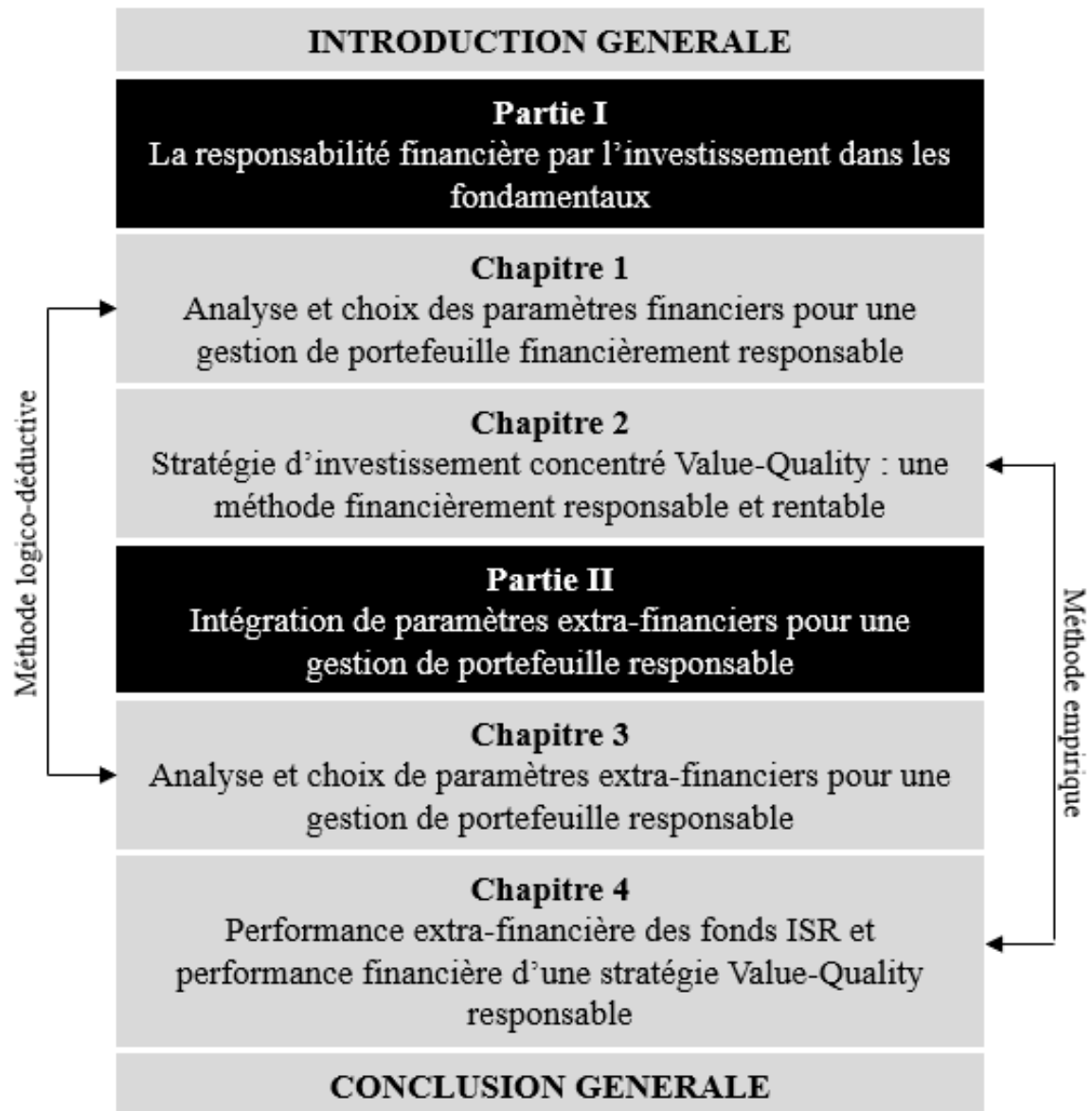


Figure 1 : Structuration de la recherche

Partie I : La responsabilité financière par l'investissement dans les fondamentaux

La première partie s'intéresse principalement aux aspects financiers de la gestion de portefeuille et aux théories associées.

À cette fin, le premier chapitre est destiné à faire apparaître le cadre financier théorique pour le développement d'une gestion de portefeuille non spéculative et corrélée aux fondamentaux financiers. Ce premier travail de réflexion logico-déductive et d'analyse de la littérature académique permet de retracer le rôle de l'investissement boursier et ses limites, pour ouvrir une réflexion sur les paramètres d'une gestion de portefeuille responsable, c'est-à-dire corrélée à l'économie réelle et n'impactant pas négativement l'activité économique.

Le second chapitre consiste à analyser, à travers une étude empirique longitudinale, les principes de gestion de portefeuille émergeant du premier chapitre. Cette phase de la thèse vise à construire une substruction théorique et empirique pour la gestion financière d'un portefeuille d'investissement responsable.

Chapitre 1 : Analyse et choix de paramètres financiers pour une gestion de portefeuille financièrement responsable

Les recherches académiques relatives à l'investissement responsable se concentrent essentiellement sur la performance financière des gestions incorporant des aspects extra-financiers, délaissant assez largement le champ de la responsabilité financière. Pourtant, l'utilité sociale des marchés boursiers, et plus globalement l'éthique boursière, doit être un sujet central de l'investissement responsable. C'est d'ailleurs bien souvent un sujet traité au lendemain des crises boursières.

Lors d'une allocution dans le cadre de la conférence « *Asset price bubbles: implications for monetary, regulatory and international policies* », organisée au lendemain du krach des valeurs de la « nouvelle économie », le gouverneur de la Banque de France pointait déjà les conséquences de la spéculation sur la stabilité financière⁴⁵. Jean-Claude Trichet avait mis en avant plusieurs facteurs conduisant au déséquilibre financier : (1) les stratégies à court terme, (2) le comportement mimétique (moutonnier), (3) la gestion indicielle, (4) les techniques de gestion du risque. Ces différents facteurs peuvent alors être caractérisés de freins au bon fonctionnement des marchés financiers. Toutefois, ils sont encore et sans doute plus que jamais présents aujourd'hui.

La manière dont les acteurs de marché pratiquent l'activité d'investissement ou de spéculation a un impact majeur sur la vie de la société. Bogle s'inquiétait déjà de cela avant la crise des *Subprimes* :

« *Si nous voulons que notre pays surmonte les défis infinis, souvent apparemment insolubles, de notre monde moderne, porteur de risques, nous avons besoin d'un système puissant et équitable de formation du capital. Notre puissance économique, notre liberté politique, notre force militaire, notre bien-être social et même nos valeurs religieuses libres en dépendent*⁴⁶. »

⁴⁵ Banque de France. (2002). Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière. Bulletin de la Banque de France, n° 102, pp. 37-46.

⁴⁶ Bogle, J. C. (2006). Une histoire de deux marchés. Discours de John C. Bogle après avoir reçu le Prix Berkeley. San Francisco, Californie.

Bogle et Keynes⁴⁷ insistaient sur le fait qu'il existe deux marchés, celui de l'économie réelle productive et celui des attentes, des spéculations et des émotions à court terme. Le premier est celui de l'investissement, le second de la pure spéculation. Pour le bien de notre société et pour établir une base solide à l'investissement responsable, nous devons nous assurer d'agir dans le premier marché, celui de l'investissement, celui dans lequel le capital est productif et utile.

À notre connaissance, il n'existe pas de réflexion synoptique faisant la connexion entre stratégie financière de gestion de portefeuille et responsabilité. Ce chapitre a pour objectif de combler cette carence afin de faire émerger une stratégie d'investissement financièrement éthique. La première section retrace la naissance des marchés actions et questionne la théorie dominante de l'efficience des marchés financiers. La seconde section incite à faire la distinction entre investissement et spéculation, puis étudie les principaux concepts et théories liés à la gestion de portefeuille actions.

⁴⁷ Keynes, J. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris: Payot. p. 159.

Section 1 Utilité et fonctionnement des marchés actions

« Si les investisseurs interplanétaires arrivaient sur Terre et examinaient le fonctionnement de nos marchés financiers et le comportement des acteurs des marchés financiers, ils remettraient sans doute en question l'intelligence des habitants de la planète⁴⁸. »

§ 1 Naissance, utilité et apports

Le Larousse définit la bourse comme un « Lieu, édifice public où se réunissent, pour traiter de leurs affaires, les personnes (négociants, courtiers, opérateurs des sociétés de bourse, etc.) qui se livrent au commerce ou à des opérations financières ». Didier⁴⁹ exprime quant à lui qu'une bourse de valeurs est une organisation structurée ayant pour rôle de garantir de fonctionnement régulier des négociations et des transactions portant sur les instruments financiers normalisés. La définition soutenue par Orléan apparaît cependant plus précise et plus claire :

« Dans la perspective libérale, le marché boursier est l'équivalent fonctionnel du planificateur socialiste. Il a en charge de déterminer les secteurs et les entreprises où il convient prioritairement d'investir cette ressource rare qu'est le capital, sans le gaspiller dans des projets à la rentabilité insuffisante⁵⁰. »

S'agissant de la naissance des marchés boursiers, il faut remonter au milieu des années 1500 à Anvers pour trouver trace des premières négociations d'actions. Néanmoins, les premiers échanges règlementés datent quant à eux de 1773 à la bourse de Londres⁵¹. Hautcoeur place le XIX^{ème} siècle comme période de réelle émergence des marchés boursiers actuels. Il cite notamment trois raisons à cela. La première est une plus grande liberté d'innovation financière (apparition des actions et obligations modernes). La deuxième est la libéralisation des sociétés anonymes dans toute l'Europe. La troisième est l'apparition d'industries nécessitant un important besoin en capital dans une période où les états sont fortement endettés⁵². Mishkin

⁴⁸ Klarman, S. (1991). Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor. Harper Collins. Introduction.

⁴⁹ Didier, M. (2005). L'importance des marchés boursiers pour l'avenir des places financières. Source : www.aef.asso.fr/: <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/82-le-devenir-des-bourses-de-valeurs/1918-l-importance-des-marche-eacute-s-boursiers-pour-l-avenir-des-places-financi-egrave-res>

⁵⁰ Orléan, A. (2011). L'empire de la valeur. Paris: Éditions du Seuil. p. 232.

⁵¹ Coporate Finance Institute. (s.d.). What is the Stock Market ? Source : <https://corporatefinanceinstitute.com/>: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/stock-market/>

⁵² Hautcoeur, P.-C. (2008). Marchés financiers et développement économique : une approche historique. Regards croisés sur l'économie, n° 3, pp. 159-172.

définit une action comme un droit de propriété sur une partie du capital d'une société et une obligation comme une reconnaissance de dette⁵³.

La révolution industrielle semble avoir été un catalyseur à la progression des marchés boursiers, et ceux-ci ont permis de financer la révolution industrielle. À titre d'illustration, Hautcoeur cite la nécessité d'importants capitaux pour la construction de chemins de fer dans la première partie du XIX^{ème} siècle. Goffin évoque même le fait que les marchés financiers auraient financé 70% des investissements entre 1873 et 1913⁵⁴. D'autre part, la naissance et la progression des marchés boursiers sont soutenues pour deux raisons principales. Tout d'abord, les entreprises qui ne souhaitaient pas être surendettées et qui ne disposaient pas de suffisamment de capacité d'autofinancement émettaient des parts d'entreprises sous forme d'actions, ensuite, les actionnaires (propriétaires) de parts d'entreprises pouvant avoir besoin de capital pour des événements de vie, avaient besoin de trouver un repreneur. Le dessein initial du marché boursier du point de vue des entreprises était de leur fournir un moyen de lever des capitaux pour financer les projets futurs. Du point de vue de l'investisseur, l'objectif du marché boursier était de lui offrir de la liquidité et de la transparence. Nous pouvons énoncer l'utilité du marché boursier :

- Permettre aux épargnants de bénéficier de la croissance économique,
- Fournir des liquidités aux investisseurs,
- Fournir de la transparence financière et extra-financière,
- Accéder au capital pour faire croître l'entreprise,
- Accéder au capital pour redresser le bilan,
- Utiliser les actions comme monnaie,
- Augmenter la notoriété de l'entreprise,
- Fluidifier les échanges de capitaux.

Il ne s'agit pas d'une loterie mondialisée ou comme le disait Bogle d'un casino⁵⁵. Il s'agit bel et bien du financement de l'économie réelle et créatrice d'utilité. C'est alors naturellement et loin d'un simple désir ardent de richesse à court terme que les marchés boursiers se sont développés. La finance de marché s'est ensuite déployée sur le fondement d'un certain nombre

⁵³ Mishkin, F. (2013). Monnaie, banque et marchés financiers. Pearson France. pp. 4-5.

⁵⁴ Goffin, R. (1967). Les valeurs mobilières en France à la fin du XIX^{ème} siècle et au début du XX^{ème} siècle (1873-1913). Dans Questions financières aux XVIII^{ème} et XIX^{ème} siècles (pp. 91-148). Paris : Presses universitaires de France.

⁵⁵ Bogle, J. (1999). The Wall Street Casino. Bogle Financial Markets Research Center. Source : <http://www.mandomarketing.com/library/wp-content/uploads/2015/10/John-Bogle-The-Wall-Street-Casino.pdf>

de théories, dont la théorie de l'efficacité des marchés, fondation de très nombreuses autres théories.

§ 2 Une théorie ancrée : l'efficacité des marchés

La théorie financière classique, encore largement présente aujourd'hui, émerge principalement dans les années 1950, avec pour principe que les acteurs de marché sont des agents rationnels. On peut par ailleurs noter que c'est à cette période que la question de la scientificité de la finance se pose, et que les acteurs cherchent une certaine légitimité par des méthodes résultant bien souvent des sciences de la nature (statistiques / probabilités). Soppe⁵⁶ indique par ailleurs que l'approche unidimensionnelle liée à l'approche financière traditionnelle (rationnelle) encourage la croyance que la finance est une science positive, tandis que l'approche comportementale est riche mais complique la modélisation financière. C'est dans cet environnement unidimensionnel que sont réalisés les travaux de Markowitz⁵⁷ ou encore de Sharpe. Les activités de marché sont alors considérées comme rationnelles, avec des espérances de rentabilité liées aux risques pris. C'est ensuite dans ce même mouvement qu'émerge l'hypothèse centrale des marchés financiers, l'hypothèse des marchés efficients (HME)⁵⁸.

Samal et Das Mohapatra⁵⁹ indiquent que les différentes théories se regroupant sous la théorie financière classique partagent un certain nombre d'hypothèses développées à partir du XVIII^{ème} siècle : les marchés sont efficients, les investisseurs prennent toujours des décisions rationnelles, les investisseurs ont accès aux informations du marché, les investisseurs ont une parfaite maîtrise d'eux-mêmes. Le concept d'homo œconomicus de Mill est le socle de la finance classique. Ce concept nécessitant une rationalité parfaite et un accès complet à l'information peut être remis en question et discuté au regard des différentes crises boursières, au regard aussi des évolutions ultérieures de la finance comportementale, considérant que les investisseurs sont victimes de biais émotionnels les conduisant à agir de façon irrationnelle (le paragraphe 3 discute de cette remise en cause)⁶⁰. C'est en 1952 et sur la base de l'agent rationnel que Markowitz a développé la théorie du portefeuille et que Sharpe a développé le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF).

⁵⁶ Soppe, A. (2004). Sustainable Corporate Finance. *Journal of Business Ethics*, vol. 53, pp. 213-224.

⁵⁷ Markowitz, H. M. (1952). The Utility of Wealth. *The Journal of Political Economy*, vol. 60, n° 2, pp. 151-158.

⁵⁸ HME = Hypothesis Market Efficiency

⁵⁹ Samal, A., & Das Mohapatra, A. (2020). Standard Finance And Behavioral Finance: A Study On It's Evolution And It's Present Status In India. *Standard Finance And Behavioral Finance: A Study On It's Evolution And It's Present Status In India*, vol. 7 n° 8, pp. 4300-4308.

⁶⁰ Nofsinger, J. R. (2017). *The Psychology of Investing*. Routledge.

Les hypothèses du modèle de Markowitz sont les suivantes :

- 1) « *Tout investissement est une décision prise dans une situation de risque. Le return d'un actif financier pour toute période future est par conséquent une variable aléatoire, dont on fait l'hypothèse qu'elle est distribuée selon une loi normale.*
- 2) *Les returns des différents actifs financiers ne fluctuent pas indépendamment les uns des autres. Ils sont corrélés ou, ce qui revient au même, ont des covariances non nulles.*
- 3) *Le comportement de tous les investisseurs est caractérisé par un degré plus ou moins prononcé d'aversion vis-à-vis du risque. Ce dernier est mesuré par l'écart-type de la distribution de probabilité du return.*
- 4) *Les investisseurs sont rationnels. Bien que leur fonction de préférence soit purement subjective, ils opèrent, en référence à celle-ci, des choix strictement transitifs.*
- 5) *Tous les investisseurs ont le même horizon de décision, qui comporte une seule période⁶¹. »*

En outre, selon la théorie moderne du portefeuille, il n'existe que deux risques : le risque systémique et le risque non systémique ou spécifique. Dans le premier cas, il s'agit du risque de marché, par lequel la diversification ne protège pas l'investisseur. Dans le second cas, celui de risque spécifique (action individuelle), Markowitz considère que la diversification est le meilleur atout. C'est alors qu'intervient la frontière d'efficience, selon laquelle l'investisseur gère son risque en fonction d'une certaine diversification. Un des problèmes de la frontière d'efficience est qu'elle repose sur des données historiques pour modéliser un portefeuille optimal, et que ces données varient dans le temps. Le niveau des rendements évolue, les corrélations et les écarts-types également. Bien que sophistiqué, ce modèle repose sur des hypothèses difficiles à mettre en œuvre dans la réalité. C'est d'ailleurs ce que soulignent Broihanne et al.⁶² en expliquant que de nombreuses anomalies (expérimentales ou de données de marché) interrogent la pertinence du modèle de Markowitz. Nous pouvons citer la bulle internet et le développement de produits à capital garanti, ainsi que l'aversion aux risques des épargnants. Les auteurs concluent en ces termes :

« En effet, il semble délicat de choisir des actifs risqués sous l'hypothèse de distribution gaussienne des rentabilités et de proposer aux clients des produits dont le rendement, par

⁶¹ Cobbaut, R. (1994). *Théorie Financière*. Paris : Economica. pp. 95-96.

⁶² Broihanne, M.-H., Merli, M., & Roger, P. (2006). *Théorie comportementale du portefeuille : intérêt et limites*. *Revue Economique*, vol. 57, n° 2, pp. 297-314.

construction même, ne peut suivre une loi normale et dont l'objectif est de tenir compte de l'aversion aux pertes des investisseurs. »

Les hypothèses du MEDAF de Sharpe sont les suivantes⁶³ :

- 1) Tous les investisseurs individuels ont un comportement rationnel.
- 2) Les investisseurs sont en position atomistique. Un opérateur individuel ne peut influencer l'équilibre du marché.
- 3) Toutes les informations sont accessibles et sans coût à chacun des investisseurs.
- 4) On peut prêter ou emprunter au taux sans risque sans aucune restriction.
- 5) Tous les investisseurs assignent la même distribution de probabilité au rendement de chaque titre.
- 6) Tous les investisseurs ont le même horizon économique.
- 7) Tous les placements sont liquides et les quantités disponibles sont connues et fixes.
- 8) Les opérations ne sont affectées d'aucune taxe ou coût de transaction.
- 9) Un système de prix unique vaut pour toutes les transactions financières.

Si presque toutes les hypothèses affichent d'importantes limites dans un monde réel, les preuves empiriques indiquant que le niveau de bêta n'a pas de corrélation avec les rendements sont nombreuses. Fama et French⁶⁴ soutiennent dès 1996 que le bêta seul n'explique par les rendements attendus. Un récent article de Grantham⁶⁵ (GMO) révèle que parmi les 600 actions les plus importantes aux États-Unis, depuis 1963, celles présentant le bêta le plus faible ont le rendement le plus élevé, et celles avec le bêta le plus élevé ont le rendement le plus faible (annexe 1). Cela rejoint les observations de Clarke et *al.*⁶⁶ qui se situent aux antipodes des hypothèses du MEDAF.

En complément de ces théories et hypothèses, la plus importante et la plus persistante est sans doute celle de l'HME. L'HME est une théorie popularisée en 1965 par Fama. Cependant, Bachelier⁶⁷ avait dès 1900 développé la théorie de la spéculation. L'aspect originel de cet apport à la finance reflétait alors majoritairement une marche stochastique du marché, et non une

⁶³ Cobbaut, R. (1994). *Théorie Financière*. Paris : Economica. pp. 188-189.

⁶⁴ Fama, E. F., & French, K. R. (1996). The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 5, pp. 1947-1958.

⁶⁵ Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment*. John Wiley & Sons Inc. p. 23.

⁶⁶ Clarke, R. G., de Silva, H., & Thorley, S. (2006). Minimum-Variance Portfolios in the U.S. Equity Market. *The Journal of Portfolio Management*, vol. 33, n° 1, pp. 10-24.

⁶⁷ Bachelier, L. (1900). *Théorie de la spéculation*. *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, vol. 3, n° 17, pp. 21-86.

correspondance optimale entre valeur fondamentale et prix de marché. Toutefois, il semblerait que la première empreinte de la marche aléatoire du marché (*Random Walk*) soit antérieure à Bachelier. Effectivement, le modèle de marche aléatoire des marchés financiers a été présenté en 1863 par Regnault, dans son œuvre *Calcul des chances et philosophie de la bourse*⁶⁸. La méthode utilisée par celui-ci était relativement simple. Regnault a analysé les variations boursières de manière hasardeuse, à l'image d'un jeu de pile ou face. La conclusion était qu'effectivement, les cours de bourse ont une chance sur deux de varier à la hausse ou à la baisse.

Depuis la théorie amorcée par Regnault, de nombreuses recherches en lien avec ce sujet ont permis à celle-ci d'être affinée. Dans sa thèse doctorale réalisée à l'université de Chicago, Fama⁶⁹ conclut à la présence d'une marche aléatoire. Dans sa recherche, l'auteur définit cette théorie comme suit : « L'efficience du marché requiert qu'en établissant les prix des actions à tout instant $t-1$, le marché prend en compte correctement toute l'information disponible ». Dans un article paru en 1978, Jensen donne la définition suivante : « Par rapport à un ensemble donné d'informations, un marché est efficient s'il est impossible de réaliser des profits en échangeant sur la base de cet ensemble d'informations, le terme « profits » désignant dans ce cadre des rendements ajustés pour le risque net de tout coût positifs⁷⁰ ».

Des approches et des méthodologies d'analyses hétérogènes ont été pratiquées au sein de cette théorie. Sangare⁷¹ propose de distinguer trois paradigmes : efficience informationnelle, efficience fondamentale, efficience allocationnelle. De plus, Walter⁷² présente trois préoccupations distinctes amenant le modèle de marche au hasard. La première préoccupation étant la morale pour Regnault, la deuxième la science pour Bachelier et enfin la pratique financière pour Cowles⁷³. La théorie de l'efficience des marchés financiers s'est bâtie sur la base de deux socles différents et divergents. Le marché est dit efficient car il suit une marche aléatoire et ne peut être battu (Bachelier⁷⁴), ou alors, le marché intègre immédiatement les

⁶⁸ Regnault, J. (1863). *Calcul des chances et philosophie de la bourse*. Mallet-Bachelier et Castel.

⁶⁹ Fama, E. (1965). The Behaviour of Stock Market Prices. *Journal of Business*, vol. 38, n° 1, pp. 34-105.

⁷⁰ Jensen, M. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 95-101.

⁷¹ Sangare, A. (2005). Efficience des marchés : un siècle après Bachelier. *Revue d'économie financière*, n° 81, pp. 107-132.

⁷² Walter, C. (2013). *Le modèle de marche au hasard en finance*. Broché.

⁷³ Cowles, A. (1933). Can Stock Market Forecasters Forecast. *Econometrica*, vol. 1, n° 3, pp. 309-324.

⁷⁴ Bachelier, L. (1900). Théorie de la spéculation. *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, vol. 3, n° 17, pp. 21-86.

informations et les prix correspondent aux valeurs intrinsèques des entreprises (Fama⁷⁵). Jensen manifeste dans son article *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency* qu'il n'est pas de proposition économique plus solidement confirmée que l'HME.

Les travaux s'efforçant de confirmer ces théories mathématiques développées par certains économistes au cours des années 1960, 1970 et 1980 ont été critiqués par certains investisseurs, dont Warren Buffett. Pour donner suite à cette remise en cause, les économistes et académiciens ont cherché à maintenir ces théories en affinant leurs travaux. Depuis, la théorie des marchés efficients ne cesse d'évoluer prenant en compte des formes variables de la puissance de l'efficience. On peut alors distinguer trois parties : faible, semi-forte et forte.

- Faible : soutient que les prix passés n'ont aucune incidence sur les prix futurs.
- Semi-forte : soutient que les marchés sont efficaces en raison de la rapidité de la dispersion des connaissances.
- Forte : soutient que les prix reflètent à tout moment et avec précision l'ensemble des informations connaissables.

Dans son ouvrage *La chose la plus importante*, bien qu'invalidant cette théorie, Marks simplifie la compréhension de l'efficience des marchés en expliquant :

« Du fait des efforts collectifs de ces participants, l'information se reflète entièrement et immédiatement sur le prix de marché de chaque actif. Et comme les participants se mettront instantanément à acheter un actif trop bon marché ou à vendre un actif trop cher, les prix des actifs sont fixés de manière juste dans l'absolu et relativement les uns par rapport aux autres⁷⁶. »

Dans cette logique, le prix de chaque entreprise correspond à la valeur intrinsèque de celle-ci. Dans ce cadre, aucun participant ne peut tirer profit du marché. Comme le disait Benjamin Franklin, « Un homme peut être plus rusé qu'un autre, mais pas plus que tout le monde »⁷⁷. La théorie d'un marché efficient est actuellement au cœur des philosophies de gestion de portefeuille en finance de marché. Elle est également un facteur de la théorie moderne du portefeuille (MPT)⁷⁸ développée par Markowitz⁷⁹. La MPT a pour ambition d'optimiser le couple rendement / risque d'un portefeuille en fonction de l'aversion au risque de l'investisseur.

⁷⁵ Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, vol. 25, n° 2, pp. 383-417.

⁷⁶ Marks, H. (2018). *La chose la plus importante*. Valor Editions. p. 30.

⁷⁷ Franklin, B. (1758). *The Way To Wealth*.

⁷⁸ MPT : Modern Portfolio Theory

⁷⁹ Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, vol. 7, n° 1, pp. 77-91.

Les travaux de Markowitz sur l'optimisation de portefeuille (couple rendement / risque), pour lesquels il a obtenu le prix Nobel d'économie en 1990 avec Sharpe et Miller, constituent encore la référence en matière de gestion de portefeuille. Il présuppose que le comportement rationnel des investisseurs est basé sur une recherche d'un rendement le plus fort possible tout en minimisant au maximum le risque, alors lui-même caractérisé par la volatilité. Aussi attrayante soit la théorie moderne du portefeuille, elle repose sur des fondamentaux largement remis en question. La relecture des hypothèses basales peut-être utile. Comment un modèle optimisant au maximum le couple rendement / risque n'a-t-il pas pu éviter, ou ne serait-ce que prévoir la crise boursière de 2001-2002 ou encore la crise financière de 2007-2009 ? N'est-il pas d'ailleurs un germe de plus à leurs épanouissements ?

Réellement, la théorie de l'efficience des marchés fait face au subjectivisme et découle en partie d'un désir de quantification et d'objectivité. L'importance de la praxéologie comme épistémologie est essentiellement la conséquence de l'interprétation du problème économique fondamental. Étant donné que l'économie est un processus dynamique de la coordination sociale, dans lequel la multitude d'individus crée et propage des informations jusque-là encore inconnues, par le biais de moyens novateurs, nous ne pouvons qu'interpréter la catallactique de façon subjective. Il en découle deux aspects majeurs. La subjectivité de l'information et la subjectivité de la valeur. Ces deux aspects doivent alors faire partie intégrante d'une réflexion méthodologique synoptique cohérente. L'intérêt de cette réflexion survient lorsque l'on sait que l'HME stipule que le prix des actifs correspond à tout instant à la valeur intrinsèque et que l'ensemble des informations sont connues. En outre, la théorie classique affirme que tout acteur économique réagit de façon rationnelle aux événements.

Le principe de subjectivité de la valeur fût quelque peu oublié ou délaissé après Jean-Baptiste Say, et ce n'est qu'avec l'école autrichienne et Carl Menger puis Ludwig von Mises et Friedrich von Hayek que ce principe reprit de l'ampleur. Le principe de la subjectivité de la valeur avait été infréquenté au profit de la théorie de la valeur-travail exposée par Smith, décrivant la valeur comme provenant du travail effectué pour obtenir le bien : « Le prix réel de chaque chose, ce que chaque chose coûte réellement à celui qui veut se la procurer, c'est le travail et la peine qu'il doit s'imposer pour l'obtenir⁸⁰ ». Nous pouvons par ailleurs souligner que, paradoxalement, Marx reprendra cette théorie.

⁸⁰ Smith, A. (1991). Recherches sur la nature et les causes de la richesses des nations 1. Flammarion. Traduit par Garnier, G. Edition originale publiée en 1776. p. 99.

Toutefois, Aristote souligne dans le livre IX d’Ethique à Nicomaque, que la plupart des choses ne sont pas estimées de la même façon selon qu’on les possède ou qu’on les désire. Say disait par ailleurs :

« Un objet manufacturé n'a pas une valeur parce qu'il a coûté de la peine. Il en a parce qu'il est utile. C'est cette utilité que l'on paie quand il a fallu qu'on la créât. Là où elle ne se trouve pas, il n'y a point eu de valeur produite, quelque peine qu'on ait jugé à propos de se donner⁸¹. »

Au même titre, si une personne préfère A à B et B à C, il est tout à fait possible qu’il préfère finalement C à A. C’est ce que l’école néoclassique et la majorité des théoriciens de la finance refusent, et c’est une des raisons pour lesquelles de nombreuses théories sont discutables.

La subjectivité de la valeur découle de la théorie de la valeur et du marginalisme soutenue par Walras, Jevons et l’école autrichienne d’économie, dont en premier lieu Menger. Cette théorie fût un des catalyseurs de la scission entre les actuels économistes néoclassiques et les membres de l’école autrichienne d’économie. L’utilité marginale se distingue en soutenant que l’utilité d’un bien ou d’un service évoluera en fonction de sa quantité. Si nous avons soif, nous sommes prêts à payer cher un verre d’eau, alors qu’après avoir bu deux, trois ou quatre verres, nous n’accorderons qu’un faible prix pour un verre supplémentaire. Cette vision est nouvelle pour l’époque puisque les auteurs classiques comme Smith ou Ricardo formulent une théorie objective de la valeur. Brentano⁸² élabore une proposition pour comprendre la raison pour laquelle ces auteurs prônent une théorie objective. À l’époque de ces auteurs, l’ambition était de conduire les sciences de l’homme au niveau des sciences de la nature (quantifiables), voulant légitimer au maximum leurs théories, ces économistes souhaitaient formuler leurs travaux avec un aspect chiffrable et objectif. Encore aujourd’hui, de nombreux économistes et théoriciens cherchent à expliquer l’économie et ces aléas par les mathématiques, notamment l’HME.

Au-delà du marginalisme, le subjectivisme est décrit comme l’impossibilité pour un acteur économique de connaître les préférences, les dotations ou encore les savoirs et stratégies d’un autre acteur économique, celui-ci étant particularisé comme subjectif⁸³. Cette thèse introduit que l’analyse économique ne peut apporter une coordination des activités par la connaissance mutuelle des acteurs économiques, puisque ceux-ci ne bénéficient pas assez de connaissances

⁸¹ Say, J.-B. (1840). Cours complet d’économie politique pratique. Edition Guillaumin. p. 112.

⁸² Feuerhahn, W. (2005). Une lecture de la théorie de l’utilité marginale et la loi fondamentale de la psychophysique de Max Weber. Revue française de sociologie, vol. 46, pp. 783-797.

⁸³ Aimar, T. (2010). L’école Autrichienne d’économie, une problématique de l’ignorance : du subjectivisme à la neuroéconomie. Revue d’économie politique, vol. 120, pp. 591-622.

des uns et des autres. Cet écart irréfragable entre informations et connaissances conduit l'acteur économique à passer à côté d'opportunités tangibles, car lui étant inconnues. Bottke⁸⁴ avance que c'est principalement ce critère, mis en lumière par l'école autrichienne, qui la distingue du reste des écoles économiques. Pour appuyer cela, la logique nous amène à proposer que la connaissance aura toujours un temps de retard sur l'information car celle-ci est évolutive. Aimar souligne ce fait dans son article *L'école autrichienne d'économie, une problématique de l'ignorance : du subjectivisme à la neuroéconomie*⁸⁵, en mentionnant les travaux de l'école d'asymétrie de l'information. D'après cette école, les acteurs économiques ne disposent pas de la même information, les offreurs profitent d'une meilleure connaissance de leurs marchandises que les clients, occasionnant un aléa moral dû à une désorganisation du marché par un transfert d'information erronée.

L'école autrichienne et l'école d'asymétrie de l'information se retrouvent globalement sur la différence réelle entre l'information et la connaissance. Toutefois, l'école autrichienne va plus loin en indiquant que cet écart n'est pas la résultante de la volonté de l'offreur de cacher ou de déformer l'information, mais réside dans l'ignorance même de l'offreur ne pouvant connaître toutes les informations car celui-ci est comme tous les autres, en action. L'action ne permettant pas d'analyser l'information, elle-même en constante évolution car fluctuante en fonction des actions des acteurs. Cette réflexion conduit invariablement au rejet de l'HME et à l'essor de l'hétérogénéité de l'information des investisseurs et aux travaux de Beaver⁸⁶ sur le volume des transactions au moment de l'annonce des résultats ou encore au modèle de *noise-trading*⁸⁷ de Grossman et Stiglitz⁸⁸, ou encore au modèle des croyances hétérogènes de Kandel et Pearson⁸⁹.

Bien que l'HME puisse être rejetée par le raisonnement logique, il existe un certain nombre d'études empiriques pour appuyer ce rejet. De Bondt et Thaler⁹⁰ constatent qu'un portefeuille composé des 50 actions avec les plus mauvaises performances passées a tendance à

⁸⁴ Boettke, P. (2002). Information and Knowledge : Austrian Economics in Search of its Uniqueness. The Review of Austrian Economics, vol. 14, n° 4, pp. 263-274.

⁸⁵ Aimar, T. (2010), *Ibidem*.

⁸⁶ Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. Journal of Accounting Research, vol. 6, pp. 67-92.

⁸⁷ Noise Trader = Représente les investisseurs qui prennent des décisions d'achat ou de vente en fonction de facteurs qu'ils jugent utiles, mais qui, en réalité, ne leur donneront pas de meilleurs rendements que des choix aléatoires.

⁸⁸ Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1976). Information and Competitive Price Systems. The American Economic Review, vol. 66, n° 2, pp. 246-253.

⁸⁹ Kandel, E., & Pearson, N. D. (1992). Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets. University of Rochester.

⁹⁰ De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1987). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. Journal of Finance, vol. 42, n° 3, pp. 557-581.

surperformer un portefeuille composé des 50 actions avec les meilleures performances passées (3 à 5 ans). Ils formulent alors l'hypothèse de la réaction excessive. Lehmann⁹¹ constate ce même effet sur des périodes plus courtes ; on parle alors d'un effet d'inversion. Pettit et Vanketash⁹² ont quant à eux remarqué que les initiés des entreprises ont des rendements anormaux significatifs et constants. En outre, l'effet valeur a été démontré au cours de l'histoire par les investisseurs *value*. Lakonishok et *al.*⁹³ mettent alors en avant que les entreprises avec des multiples de valorisations faibles ont un rendement moyen croissant positif, tandis que celles présentant des niveaux élevés ont tendance à avoir une faible évolution des cours de bourse.

§ 3 Une remise en cause de l'hypothèse de l'efficience des marchés : la présence de « M. Marché » et le développement de la finance comportementale

Il suffit de deux mots pour entraîner une baisse soudaine des principaux indices mondiaux. Ces deux mots ont été prononcés le 5 décembre 1996 par Alan Greenspan⁹⁴ lors d'un dîner télévisé. Président de la *Federal Reserve* à l'époque de son discours, il souhaitait simplement décrire l'attitude des investisseurs sur les marchés financiers. L'expression utilisée pour cette description fut « exubérance irrationnelle ». Dès le lendemain à l'ouverture des marchés boursiers, le Dow-Jones baissa de 2,3%, le Nikkei de 3,2%, le Dax Allemand perdit 4%, tout comme le FTSE. Le CAC 40 connut une baisse de 2,3%.

Cette histoire ressemblant à une fable fait cependant émerger une problématique. Les marchés peuvent-ils être victimes de certains effets de la nature humaine ? La peur, la cupidité, l'excès de confiance, entre autres, provoquant une fluctuation importante de la valorisation des actifs. Pendant le mandat du président américain Donald Trump, la fable de Greenspan était constamment présente. Pour ce cas, 140 caractères pouvaient être un catalyseur pour l'orientation des indices boursiers internationaux. De manière encore plus récente, certains faits peuvent conduire à s'interroger sur la supposée rationalité des marchés. Entre le 25 et le 26 juillet 2018, malgré une annonce de progression du nombre d'utilisateurs (+11%), Facebook a connu un décrochage de 18,96%, soit une perte de presque 100 milliards de dollars en une

⁹¹ Lehmann, B. N. (1990). Fads, Martingales, and Market Efficiency. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, n° 1, pp. 1-28.

⁹² Pettit, R. R., & Venkatesh, P. C. (1995). Insider Trading and Long-Run Return Performance. *Financial Management*, vol. 24, n° 2, pp. 88-103.

⁹³ Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.

⁹⁴ Président du Federal Reserve Board de 1987 à 2006.

journée. Le 24 décembre 2018, l'action Facebook était valorisée par le marché à 129,06 \$ alors que son prix était de 217,5 \$ le 25 juillet 2018. De façon analogue, l'action Tesla a connu une baisse de 12,23% (perte de plus de 125 milliards de dollars) en une journée (26 avril 2022) sans aucune nouvelle information sur l'entreprise, hormis le fait que son directeur général soit devenu le propriétaire de Twitter.

En poursuivant ces illustrations, nous pouvons montrer que si le Nasdaq avait été votre appartement et le marché votre voisin, celui-ci vous aurait proposé 100 000 € pour l'acheter le 31 août 2018, 77 421,04€ le soir de Noël de la même année, 121 057,17 € le 19 février 2020, 84 599,99€ le mois suivant (23 mars), pour enfin vous proposer 148 556,64 € le 2 septembre 2020 (c-à-d une évolution de 70% en à peine 6 mois). Greenblatt retrace ce phénomène dans son ouvrage *Le petit livre pour battre le marché*⁹⁵. Il signifie que sur le court terme, le marché est instable et peut acheter ou vendre des actions à des prix euphoriques ou déprimés. Nonobstant, sur le long terme, le marché a toujours raison. Comme le disait Voltaire, « les abus invétérés ne se corrigent qu'avec le temps⁹⁶ ».

Encore aujourd'hui, les instincts que l'Homme porte en lui depuis la naissance de l'humanité restent valables, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle la psychologie s'intéresse de plus en plus au secteur financier. Il fut un temps durant lequel il n'était pas raisonnable pour l'Homme de sortir du groupe, le danger était trop important. Aujourd'hui notre environnement est plus sécuritaire mais notre attitude sur les marchés financiers semble équivalente à celle des premiers hommes. Marks retrace longuement cela en parlant de l'attitude des acteurs du marché comme influencée à la fois par la peur et l'avidité⁹⁷. L'expérience de Asch datant de 1952 est significative sur ce point⁹⁸. Asch créa un groupe de complices répondant de manière fausse à des propositions relativement simples. Dans ce groupe, une personne n'était pas au courant que les autres étaient des complices de l'expérience. Cette personne répondit également de manière fausse dans un cas sur trois. Par exemple, lequel des traits est de la même longueur que celui de gauche ? La réponse semble évidente, mais la personne se trompa une fois sur trois afin de répondre comme les autres (figure 2).

⁹⁵ Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

⁹⁶ Voltaire. (1832). Éloge funèbre de Louis XV. Dans *Œuvres de Voltaire* (p. 18). Paris: Chez Lefèvre Librairie.

⁹⁷ Marks, H. (2018). *Mastering the Market Cycle*. Houghton Mifflin Harcourt.

⁹⁸ Asch, S. (1952). *Social Psychology*. Prentice Hall.

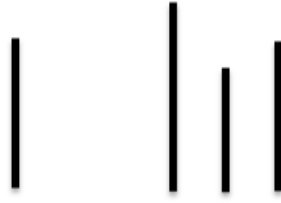


Figure 2 : L'expérience de Solomon Asch

La conclusion de Asch fut que cette personne avait peur de passer pour un « fou » et d'être rejetée du groupe. Deutch et Gerard⁹⁹ ont affiné le test de Asch. Leur conclusion est que les participants donnent de mauvaises réponses non pas parce qu'ils ont peur de l'opinion des autres, mais parce qu'ils estiment qu'il est impossible que tous les autres se trompent. Cette expérience est un exemple limpide, suivant la théorie « M.Marché » édictée par Graham. Celui-ci compare alors le marché avec une personne maniaque-dépressive, étant euphorique à la moindre bonne nouvelle, proposant des prix supérieurs aux valeurs des entreprises, et à l'inverse déprimé à l'excès dans d'autres cas. Cette personne est « M.Marché » pour Monsieur Marché. L'avantage de celui-ci est qu'il vous propose tous les jours des prix d'achat et des prix de vente. Cet homme peut donc être irrationnel à court terme, mais à long terme il retrouvera la raison et proposera des prix reflétant la valeur de l'entreprise.

Gêné par la constante surperformance de Buffett (ancien élève et salarié de Graham)¹⁰⁰ avec Berkshire Hathaway, les adeptes de la marche aléatoire (Fama à l'université de Chicago, Samuelson au MIT, Sharpe à Stanford) ont remis en question les raisons de ces résultats. L'économiste de Princeton, Malkiel condensa leurs pensées en expliquant qu'une personne surperformant le marché était identique à un singe lançant des fléchettes sur le *Wall Street Journal* pour sélectionner ses actions. Selon eux, les performances de Buffett ne sont que le fruit de la chance.

Lors d'un discours à la Columbia Business School en 1984, dans le cadre de la commémoration du cinquantième anniversaire de la parution du livre *Security Analysis* écrit par Graham et Dodd, Buffett remit clairement en question la théorie de l'efficacité des marchés financiers.

⁹⁹ Deutsch, M., & Gerard, H. (1955). A Study of Normative and Informational Social influences upon Individual Judgment. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, n° 51, pp. 629-636.

¹⁰⁰ Élève de Benjamin Graham à la Columbia Business School (1950) puis salarié de celui-ci chez *Graham-Newman Corp* (1954-1956)

Dans ce discours généralement connu sous le nom *The Superinvestors of Graham-and-Doddville*¹⁰¹, Buffett exposa les performances de certains gérants de fonds. Pas n'importe lesquels, ceux ayant suivi la même stratégie d'investissement long terme basée sur la marge de sécurité de Graham et Dodd (*Value-Investing*). Il cita notamment Walter Schloss, Tom Knapp, Bill Ruane, Charlie Munger, Rick Guerin, Stan Perlmeter, et lui-même. La surperformance de chacun de ces investisseurs en relatif et en absolu ne fait aucun doute quant à la possibilité de surperformer le marché. Nous pouvons réactualiser les affirmations de Buffett par ses écrits plus récents : « À mon avis, les 63 années d'expérience de *Graham-Newman Corp*, puis de *Buffett Partnership* et enfin de *Berkshire* viennent démolir cette thèse¹⁰² ».

En outre, l'œuvre *Irrational Exuberance* de Shiller est une source de corroboration. Dans cet ouvrage, l'auteur évoque le cas de l'irrationalité du marché entre 1992 et 2000 par son fameux graphique « Cours de bourse et profits, 1871-2000 »¹⁰³, représentant l'indice S&P Composite en termes réels (mensuel), et les profits des valeurs composant cet indice en termes réels (actualisé en figure 3).



Figure 3 : PE de Shiller pour le S&P 500 du 1 février 1871 au 30 juillet 2021¹⁰⁴

¹⁰¹ Buffett, W. (1984). *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*. Hermes, Columbia Business School.

¹⁰² Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). *Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers*. Valor Éditions. p. 120.

¹⁰³ Shiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. p. 6.

¹⁰⁴ <https://www.multpl.com/shiller-pe>

Shiller déplore une fois encore le non-respect des fondamentaux des entreprises et de l'économie réelle en 2000 avec son graphique « PER de 1881 à 2000 ». Nous pouvons mentionner que le PE de Shiller était à plus de 30 au sommet de la bulle spéculative de 1929, proche de 45 au sommet de la bulle internet des années 2000, et à plus de 38 en fin d'année 2021.

Tout comme l'excès à la hausse, l'incohérence à la baisse est possible. Suite au Krach de 1987 appelé *Black Monday*, le président Ronald Reagan chercha à comprendre la cause de cette chute brutale de 22,6% en intra-day sur le Dow Jones. La commission Brady fut chargée d'en comprendre l'origine, et sa réponse signifie une sur réaction des acteurs du marché. La conclusion du rapport a été la suivante :

« Le déclin précipité des bourses à la mi-octobre a été déclenché par une série d'évènements bien précis : un déficit commercial supérieur aux attentes qui entraîna une hausse des taux vers de nouveaux plus hauts, et une proposition de loi fiscale qui aboutit à l'effondrement d'un certain nombre de projets de fusions et acquisitions. Ce déclin initial suscita mécaniquement des vagues de ventes de titres non liées au niveau des cours, de la part d'un certain nombre d'institutions employant des stratégies d'assurances de portefeuille et une réaction à ces ventes de la part d'un nombre réduit de fonds mutuels. Les ventes exécutées par ces investisseurs, et les perspectives d'une poursuite de ce mouvement ont alors encouragé un certain nombre d'institutions au style de management spéculatif à vendre pour anticiper de nouvelles baisses. Ces institutions étaient composées, outre des hedge funds, d'un petit nombre de fonds de pension, de fondations, de firmes de gestion patrimoniale et de banques d'investissement. Ces ventes, à leur tour, ont provoqué encore plus de ventes réactives de la part de ceux qui suivaient des stratégies d'assurance de portefeuille ainsi que des fonds mutuels¹⁰⁵. »

Graham disait déjà dans *Security Analysis* que « Les anomalies de marché sont en fait les erreurs d'un groupe ou d'une masse d'individus. Elles sont attribuables à trois grandes causes : l'exagération, la simplification à l'excès ou la négligence¹⁰⁶ ».

Outre ces dires et ces expériences historiques, nous pouvons nous référer à l'ouvrage *Stocks for the Long Run*¹⁰⁷, dans lequel Siegel dépeint certains événements boursiers permettant de

¹⁰⁵ Brady Commissions. (1988). *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms : submitted to The President of the United States, The Secretary of the Treasury, and The Chairman of the Federal Reserve Board*. US Government Printing Office.

¹⁰⁶ Graham, B., & Dodd, D. (2015). *Security Analysis*. Valor Editions. p. 603.

¹⁰⁷ Siegel, J. (2014). *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment Strategies*. McGraw-Hill Professional ; 5th Revised edition.

remettre en cause l'efficience des marchés. Parmi ces événements, nous pouvons citer : « l'effet petites valeurs » montrant un rendement supérieur pour les petites valeurs par rapport aux plus grandes ; « l'effet de janvier » faisant observer une tendance à voir les cours boursiers monter pendant le mois de janvier ; ou encore « l'effet du lundi » mettant en avant une sous-performance générale de ce jour par rapport aux autres. Bien qu'éloigné des principaux auteurs remettant en question l'efficience des marchés, un des pères fondateurs de la gestion quantitative va en ce sens en alléguant que le marché boursier est un jeu d'informations imparfaites, composé de feintes et de tromperies¹⁰⁸. Le problème de cette théorie est son irresponsabilité dans la notion de risque. En communiquant auprès des investisseurs, les sociétés de gestion, les gérants de fonds, et *cetera*, arguent une maîtrise des risques financiers par le simple facteur de la volatilité. Le problème est que l'histoire nous montre la présence des Cygnes noirs¹⁰⁹ et de l'esprit animal de l'Homme.

Après avoir évoqué la théorie « M.Marché » de Graham, et après avoir observé qu'un groupe d'investisseurs suivant une règle simple (mais pas facile psychologiquement à mettre en œuvre) arrivait à surperformer le marché, nous pouvons maintenant introduire un autre aspect remettant en cause l'hypothèse de l'efficience des marchés et, plus généralement, la théorie financière classique : les biais comportementaux ou biais cognitifs. Le Cambridge Dictionary les définit en ces termes : « La façon dont une personne en particulier comprend les événements, les faits et les autres personnes, qui est basée sur son propre ensemble particulier de croyances et d'expériences et peut ne pas être raisonnable ou exacte¹¹⁰ ». Ce champ d'étude a principalement été introduit par Kahneman (Prix Nobel 2002) et Tversky. Il s'agit d'une nouvelle branche dans la théorie financière, celle de la finance comportementale¹¹¹. Nous pouvons également citer les travaux du neuroscientifique cognitif Rees et notamment les articles *Human Parietal Cortex Structure Predicts Individual Differences in Perceptual Rivalry*¹¹², *Relating Introspective Accuracy to Individual Differences in Brain Structure. Stephen Fleming*¹¹³ et *The Surface Area*

¹⁰⁸ Thorp, E. (2018). *L'homme de tous les marchés*. Valor Éditions. p. 216.

¹⁰⁹ Les Cygnes Noirs sont des événements aléatoires et improbables qui peuvent intervenir à tout moment de la vie. Il s'agit d'un terme développé et popularisé par Nassim Nicholas Taleb.

¹¹⁰ Cambridge Dictionary. (s.d.). cognitive bias. Source : [dictionary.cambridge.org: https://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/cognitive-bias](https://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/cognitive-bias)

¹¹¹ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, vol. 47, n° 2, pp. 263-291.

¹¹² Kanai, R., Bahrami, B., & Rees, G. (2010). Human Parietal Cortex Structure Predicts Individual Differences in Perceptual Rivalry. *Current Biology*, vol. 20, n° 18, pp. 1626-1630.

¹¹³ Fleming, S., Weil, R., Nagy, Z., Dolan, R., & Rees, G. (2010). Relating Introspective Accuracy to Individual Differences in Brain Structure. *Science*, vol. 329, pp. 1541-1543.

*of Human V1 Predicts the Subjective Experience of Object Size*¹¹⁴. Ces travaux montrent que la manière dont nous percevons les choses est différente entre les individus puisque nous n'avons pas un cerveau identique. Albouy¹¹⁵ estime alors que la finance comportementale permet de remettre en question les fondements de la théorie financière classique sans pour autant construire une modélisation des prix des actifs financiers.

La finance classique et la supposée hyper rationalité des agents ont été mises à rude épreuve durant les dernières crises boursières, ainsi que par des événements majeurs (exemple LTCM). C'est alors fort logiquement qu'une alternative à la finance classique émerge de plus en plus, ce que Rainelli-Weiss nomme la nouvelle finance théorique (dite comportementale)¹¹⁶. La finance comportementale intègre le fait que les acteurs de marché ne sont pas les Surhommes de Nietzsche. Ils sont au contraire victimes de biais cognitifs et émotionnels, ils ne sont pas toujours rationnels, ils ne sont que des êtres sociaux.

En se référant aux écrits de Taleb¹¹⁷ ou Shiller et Akerlof¹¹⁸, la psychologie de l'être humain contemporain et son processus de prise de décision ne sont peut-être pas si différents de ceux de l'homme primitif. Nous sommes encore aujourd'hui influencés par des processus psychiques inconscients et des biais comportementaux nous éloignant de la raison pure, et donc de l'hypothèse d'un marché efficient dans le sens rationnel de celui-ci. Les décisions d'investissement des acteurs des marchés financiers peuvent largement être mises en avant pour expliquer l'irrationalité de ceux-ci. La responsabilité n'incombe pas spécifiquement à tel ou tel acteur, comme expliqué pour justifier la crise de 2008. Nous n'apprenons pas des leçons du passé si nous n'étudions pas les processus de décision ayant conduit au désastre financier, économique et social. Le champ de la finance responsable doit particulièrement s'intéresser au cheminement ayant conduit à une situation économique et sociale cataclysmique. Il semble alors essentiel de présenter les principaux biais comportementaux des investisseurs pour mieux les éviter, et *in fine* avoir un système financier plus rationnel et responsable. Comme le disait

¹¹⁴ Schwarzkopf, S., Song, C., & Rees, G. (2011). The Surface Area of Human V1 Predicts the Subjective Experience of Object Size. *Nature Neuroscience*, vol 14, n° 1, pp. 28-30.

¹¹⁵ Albouy, M. (2005). Peut-on encore croire à l'efficacité des marchés financiers ?. *Revue Française de Gestion*, vol. 4, n° 157, pp. 169-188.

¹¹⁶ Rainelli-Weiss, H. (2012). Finance comportementale : le cas des analystes financiers. Dans J. Allouche, *Encyclopédie des ressources humaines* (pp. 618-624). Vuibert.

¹¹⁷ Taleb, N. (2010). *Le cygne noir*. Les belles lettres.

¹¹⁸ Akerlof, G., & Shiller, R. (2013). *Les Esprits animaux : Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*. Flammarion.

Confucius, « Savoir que l'on sait ce que l'on sait, et savoir que l'on ne sait pas ce que l'on ne se sait pas, voilà la véritable intelligence ».

Mangot recense de nombreuses expériences psychologiques dans son ouvrage *50 petites expériences en psychologie de l'épargnant et de l'investisseur*¹¹⁹, de la même manière que Montier dans *Value-Investing : Tools and Techniques for Intelligent Investment*¹²⁰, ou encore Sibony dans *Vous allez commettre une terrible erreur !*¹²¹. Nous présentons alors les principaux biais impactant l'investisseur :

- 1) Effet de troupeau : Cet effet signifie que les investisseurs ont tendance à suivre les décisions des autres investisseurs (Shiller¹²², Kahneman et Tversky¹²³).
- 2) Biais de confirmation : Ce biais est le fait que les individus ont une impression préconçue d'une chose et qu'ils ont tendance à ajuster les informations suivantes par rapport à la première impression (Cheng¹²⁴).
- 3) Biais d'ancrage : Ce biais soutient que les investisseurs fondent leurs appréciations sur des informations initiales traitent les informations suivantes sur la base des premières informations. Les décisions sont ancrées sur l'image de départ (Tversky et Kahneman¹²⁵).
- 4) Effet de dotation : On accorde trop d'importance à ce que l'on détient. Cela nous conduit à ignorer des opportunités, et donc à maintenir des valorisations faibles (Kahneman et al.¹²⁶).
- 5) Biais *momentum* : Le biais *momentum* est la tendance des actions ayant obtenu une bonne performance récente à enregistrer une bonne performance dans le futur. L'effet est identique pour les mauvaises performances (Jegadeesh et Titman¹²⁷, Griffin¹²⁸).

¹¹⁹ Mangot, M. (2007). 50 petites expériences en psychologie de l'épargnant et de l'investisseur. Dunod.

¹²⁰ Montier, J. (2009). Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment. John Wiley & Sons Inc.

¹²¹ Sibony, O. (2014). Vous allez commettre une terrible erreur !. Clés des Champs.

¹²² Shiller, R. (2000). Irrational Exuberance. Princeton University Press. pp. 149-153.

¹²³ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, vol. 47, n° 2, pp. 263-291.

¹²⁴ Cheng, C. (2019). Confirmation Bias in Investments. *International Journal of Economics and Finance*, vol. 11, n° 2, pp. 50-55.

¹²⁵ Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science New Series*, vol. 211, n° 4481, pp. 453-458.

¹²⁶ Kahneman, D., Knetsch, J., & Thaler, R. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, vol 47, n° 3, pp. 263-291.

¹²⁷ Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, vol. 48, n° 1, pp. 65-91.

¹²⁸ Griffin, J., Ji, X., & Martin, J. (2003). Momentum Investing and Business Cycle Risk : Evidence from Pole to Pole. *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, pp. 2515-2547.

§ 4 L'irrationnel et dangereux mécanisme de rétroaction positive en finance

La remise en cause de l'hypothèse de l'efficacité des marchés peut être observée par un mécanisme, celui de la rétroaction positive. Dans la vie économique courante, la concurrence entre les entreprises permet de réguler naturellement le niveau des prix. En ce sens, il est peu probable que le prix diffère amplement pour le même bien ou service à la même période et dans une zone géographique identique. Dans la plupart des cas, le phénomène de concurrence tend à maintenir les prix des produits et services dans une zone de cohérence économique. En outre, les entreprises sont confrontées à la loi de l'offre et de la demande. Bien qu'imparfaite, cette loi permet dans bien des situations d'établir un prix pouvant être considéré comme plus ou moins raisonnable (figure 4). C'est alors ce que l'on appelle une rétroaction négative. Lorsque le prix monte, la demande baisse, et fait donc baisser le prix, et ainsi de suite en boucle.

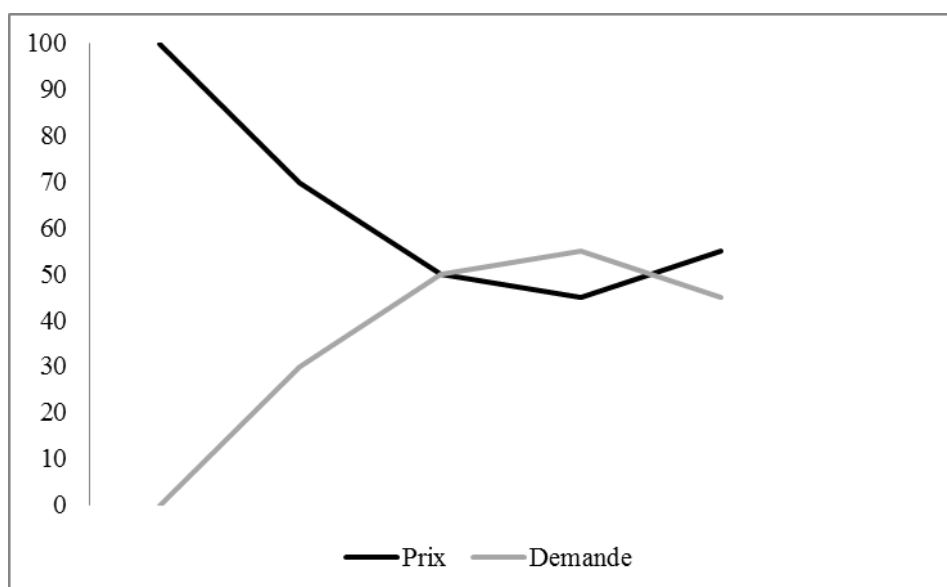


Figure 4 : Courbe de rétroaction négative (élaboration propre)

Toutefois, la bourse semble agir d'une bien autre manière. Vittori souligne que « la finance est un milieu assez bizarre où les lois de l'économie ne fonctionnent pas pareil. Quand les prix montent, au lieu de faire baisser la demande, parfois cela la fait monter dans un phénomène d'emballement¹²⁹ ». En réalité, le premier problème avec le mécanisme de formation du prix

¹²⁹ Hautcoeur, P.-C., Orléan, A., Strauss, A., & Vittori, J.-M. (2010). Crises financières, les leçons de l'histoire. Source : <http://www.touteconomie.org/>: <http://www.touteconomie.org/conferences/crises-financieres-les-lecons-de-lhistoire-video-disponible>

d'une action cotée en bourse est qu'il n'est régulé par aucune concurrence. Le second problème est qu'aucune entreprise ne fabrique ni ne vend des actions, il n'y a pas de producteur déterminant le prix en fonction de la demande. Au contraire, et comme l'explique Orléan lors de la même conférence que Vittori (Crises financières, les leçons de l'histoire) « le propre du système financier c'est de fonctionner en rétroaction positive ».

En fait, le mécanisme de la formation du prix d'une action s'apparente grandement à l'effet Larsen. Cet effet désigne un phénomène acoustique se produisant lorsqu'un micro se trouve à proximité d'un haut-parleur. Le son émis par le haut-parleur est capté par le micro qui le retransmet au haut-parleur, provoquant une boucle augmentant le son progressivement jusqu'à atteindre les limites du matériel. On comprend aisément que la limite de valorisation à la hausse d'une action est par définition inexistante, ou devrions-nous dire limitée par la raison humaine. Malheureusement, l'histoire nous montre que la raison humaine fait parfois défaut... La représentation de Servan-Schreiber du mécanisme de rétroaction positive de la tulipe s'échangeant trois Rembrandt en Hollande au XVII^{ème} siècle dévoile clairement les principes.

« Personne ne s'interrogeait sur la valeur intrinsèque de la fleur, mais seulement sur le prix que le prochain acheteur sera prêt à payer. Quatre siècles plus tard, le mécanisme de la spéculation reste élémentaire : se placer sur une tendance montante du prix d'un bien, tout en sachant qu'elle finira par plonger¹³⁰. »

La figure 5 montre la courbe théorique d'une rétroaction positive à la hausse puis à la baisse. Effectivement, le même mécanisme fonctionne aussi à la baisse, c'est-à-dire qu'une action vendue risque de voir son cours poursuivre sa chute jusqu'à arriver à un point de limite. Ce mécanisme illustre parfaitement l'omission de l'utilisation de la raison et le mécanisme de rétroaction positive présente dans le domaine boursier. Le mécanisme de rétroaction positive rejette par essence le concept d'équilibre économique, de rationalité des investisseurs ou encore d'efficience des marchés.

¹³⁰ Servan-Schreiber, J.-L. (2010). Trop vite ! Pourquoi nous sommes prisonniers du court terme. Paris : Albin Michel. p. 66.

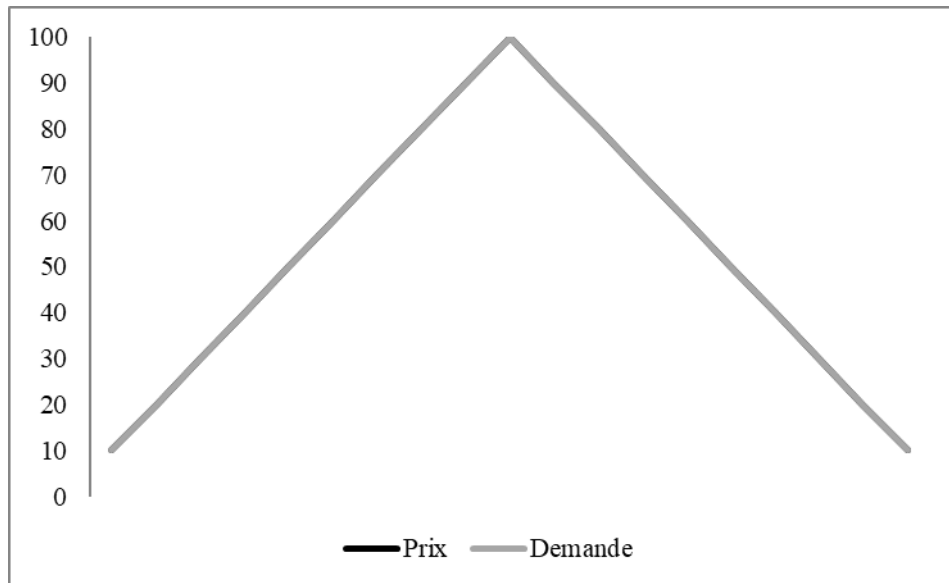


Figure 5 : Courbe de rétroaction positive (élaboration propre)

Le marché boursier, utile par nature, semble avoir été détourné par des spéculateurs ne comprenant pas sa raison d'être, ou la comprenant mais n'en faisant pas cas. Les figures 6, 7 et 8 enluminent parfaitement le phénomène de rétroaction positive dans la vie réelle, que ce soit pour un indice de référence ou pour une entreprise. La complication avec le mécanisme de rétroaction positive en finance est qu'il cause de nombreux impacts négatifs, que ce soit pour les investisseurs, ou pour les entreprises et leurs salariés.

La figure 6 représente le PE de Shiller (ou CAPE pour *cyclically adjusted price-to-earnings ratio*) sur le principal indice boursier américain pour la période 1900-2020. Ce ratio cours / bénéfice est basé sur les bénéfices moyens ajustés en fonction de l'inflation des 10 dernières années. Il permet d'observer si le marché est sous-évalué (faible) ou surévalué (élevé).

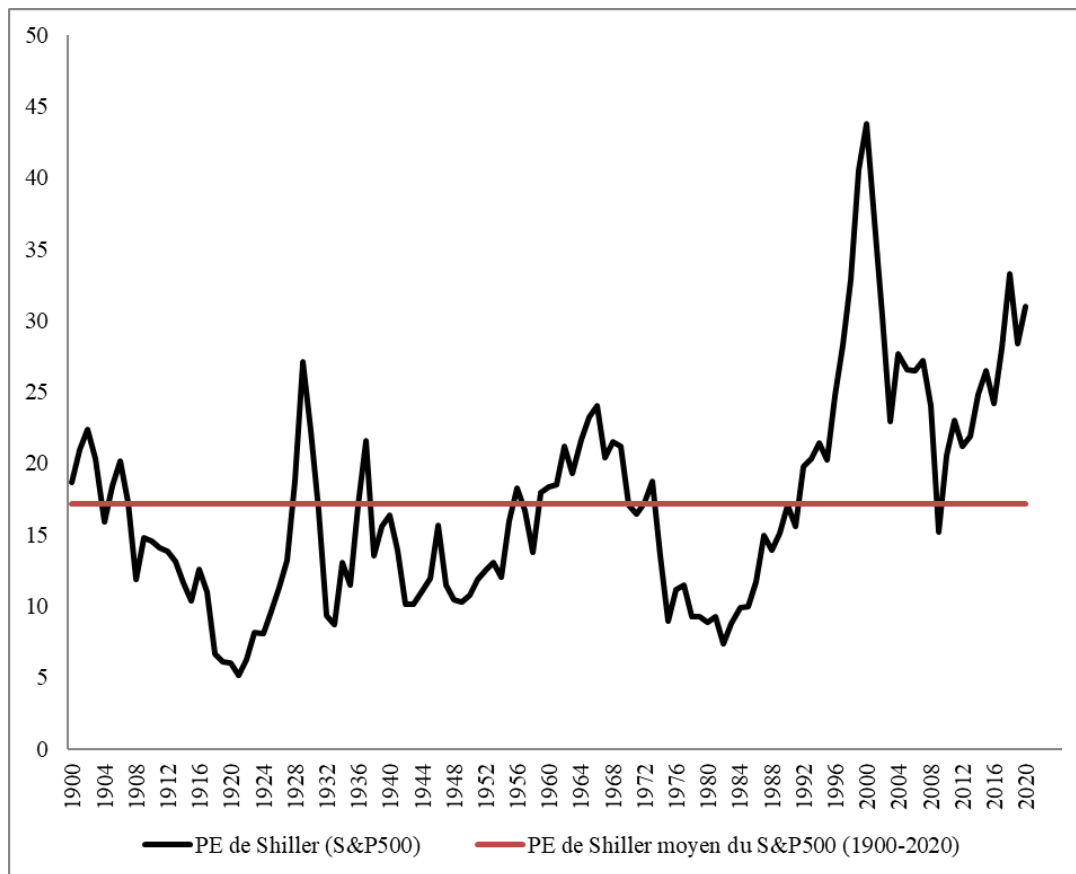


Figure 6 : PE de Shiller du S&P 500 en données annuelles (1900-2020)¹³¹

La figure 7 illustre le mécanisme de rétroaction positive ayant eu lieu pendant la période appelée bulle de la nouvelle économie ou bulle internet. Nous pouvons observer un emballement linéaire (euphorie) suivi d'une période de baisse constante, principalement causée par la remontée des taux d'intérêts à long terme. Cet éclatement sectoriel s'est alors propagé à l'économie pour la plonger dans une période de récession générale.

¹³¹ <https://www.multpl.com/shiller-pe>

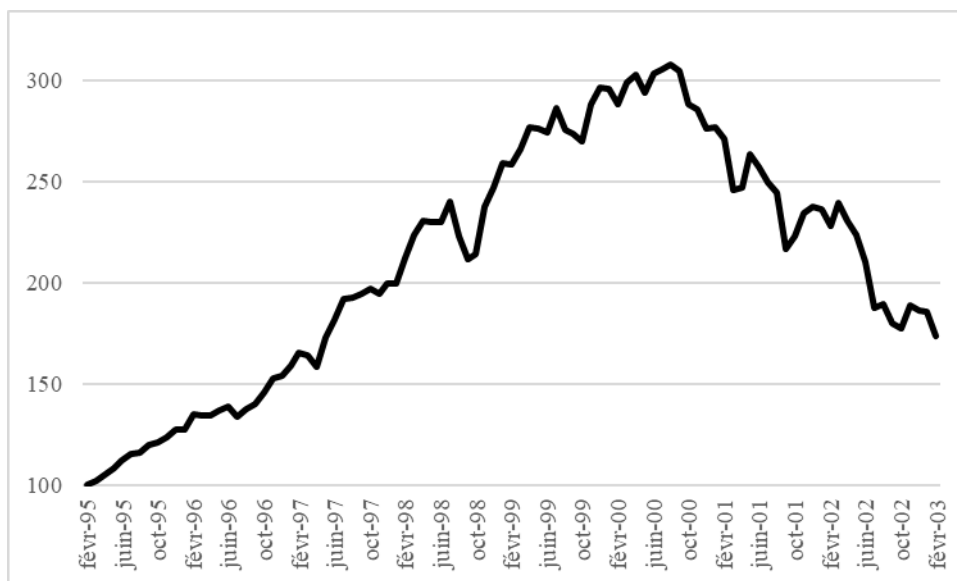


Figure 7 : Mécanisme de rétroaction positive sur le S&P500 durant la bulle internet en base 100 et données mensuelles (élaboration propre)

La figure 8 illustre le mécanisme de rétroaction positive du cours de bourse de l'entreprise Orange (27€ en 1997, 186€ en 2000, 7€ en 2002). La période post spéculation a détruit une grande partie de la valeur réelle de l'entreprise, dont le cours ne s'est jamais relevé.



Figure 8 : Mécanisme de rétroaction positive d'Orange en base 100 et données mensuelles (élaboration propre)

§ 5 Les impacts négatifs du mécanisme de rétroaction positive sur les entreprises

La sous-valorisation comme la survalorisation du cours de bourse d'une entreprise peut entraîner de nombreux maux, dommageables pour les entreprises et leurs salariés, mais aussi pour leurs actionnaires. La présente visée n'est pas d'établir une méta-analyse de l'état de l'art à ce sujet, bien que cela soit un axe de recherche, mais de recenser les principaux impacts négatifs du mécanisme de rétroaction positive. Nous faisons émerger ici quatre impacts négatifs de la sous-valorisation et trois impacts négatifs de la survalorisation.

A. Les principaux impacts d'une sous-valorisation

Risque d'OPA hostile (Offre publique d'Achat).

Avant de comprendre les risques liés à une OPA hostile, présenter sa définition s'avère être le meilleur commencement possible. Le dictionnaire Larousse définit une OPA en ces termes : « Offre par laquelle une société fait connaître son intention d'acquérir un certain nombre de titres d'une autre société pour en prendre le contrôle (l'OPA est dite amicale quand elle est faite en accord avec la société achetée, et inamicale ou hostile dans le cas contraire) ». Le problème de risque d'OPA hostile est étroitement lié à un autre problème, la structure actuelle de l'actionnariat des sociétés occidentales. En effet, la transformation d'un capitalisme patrimonial dans lequel une personne ou une famille détient une entreprise, en ce que Morin et Rigamonti¹³² appellent un capitalisme de marché financier, dans lequel l'actionnariat est dispersé, accroît le risque d'OPA hostile. En l'absence d'un propriétaire bien défini qui peut simplement refuser le rachat, et si la valorisation d'une entreprise devient extrêmement faible par rapport à ses fondamentaux, elle peut être rachetée plus facilement et passer sous le contrôle d'une autorité modifiant totalement sa structure. Pour faire simple, en l'absence d'un propriétaire refusant simplement de vendre, plus le cours d'une action devient faible, plus l'entreprise devient vulnérable à une OPA. En plus de ce raisonnement logique, la recherche académique soutient les mêmes conclusions.

Les résultats de l'article *The Real Effects of Financial Markets: The Impact of Prices on Takeovers* d'Edmans, Goldstein et Jiang indiquent que « l'importance des prix de marché suggère qu'ils ne sont pas simplement un spectacle parallèle mais qu'ils affectent l'activité

¹³² Morin, F., & Rigamonti, E. (2002). Évolution et structure de l'actionnariat en France. *Revue Française de gestion*, n° 141, pp. 155-181.

économique réelle: une mauvaise tarification temporaire peut avoir des conséquences réelles en affectant la probabilité de reprise¹³³ ».

Difficulté pour lever des capitaux ou financer ses activités

L'accès au crédit et le taux de celui-ci peut être fortement impacté par le cours de bourse d'une entreprise. Il semble fort probable qu'une banque sera plus encline à prêter de l'argent à un taux bas à une entreprise dont le cours de bourse est fort et soutenu par le marché. La force de la valorisation représente une confiance importante du secteur financier. En outre, une entreprise ne pouvant bénéficier de conditions favorables pour l'obtention d'un crédit se retrouvera également freinée dans le dessein de lever des capitaux par le mécanisme d'émission de nouvelles actions. Une émission d'actions dont le cours de bourse est faible par rapport aux fondamentaux fera monter la dilution de l'entreprise pour un faible apport de capitaux. Un exemple est utile pour illustrer le propos (tableau 1) :

Critères	Société 1	Société 2
Cours de Bourse	15 €	4 €
Nombre d'actions	1 000 000	1 000 000
Valorisation	15 000 000 €	4 000 000 €
Principaux actionnaires	- Monsieur A possède 250 000 actions (25% du capital)	- Monsieur A possède 250 000 actions (25% du capital)
Besoin de capitaux	2 000 000€ c'est-à-dire émission de 133 333 actions	2 000 000€ c'est-à-dire émission de 500 000 actions

Tableau 1 : Faible valorisation et difficultés de financement (élaboration propre)

Dans le cas de la société 1, Monsieur A perd 2,94% de part du capital de la société alors que dans le cas de la société 2 il perd 8,33%. Comme l'a dit Buffett, « nous ne créons pas de titres sans recevoir autant que nous donnons en valeur¹³⁴ ».

¹³³ Edmans, A., Goldstein, I., & Jiang, W. (2012). The Real Effects of Financial Markets : The Impact of Prices on Takeovers. The Journal of Finance, vol. 67, n° 3, pp. 933-971.

¹³⁴ Buffett, W. (2009). Les écrits de Warren Buffett. Valor Éditions. p. 231.

Modification du ratio d'endettement

Une entreprise dont l'endettement est parfaitement soutenable peut se trouver dans une situation compliquée par le seul effet de la forte baisse de son cours de bourse. Bien que certaines sous-valorisations soient justifiables (fondamentaux faibles, mauvaise gestion etc...), de nombreuses sociétés sont mises en difficulté par la simple immaturité ou irrationalité émotive du marché. Les prêteurs peuvent alors avoir pour ambition de renégocier les termes du crédit par un manque de confiance dans l'avenir de l'entreprise. Au-delà, les analystes peuvent également dégrader la qualité d'une entreprise par une réactualisation du *gearing* (dette nette sur capitaux propres) motivée par la réactualisation des valeurs mobilières dans le cadre des actifs disponibles. Nous illustrons le propos par un exemple (tableau 2) :

	Date X Action valorisée à 8 €	Date Y Action valorisée à 2 €
Trésorerie	150 000 €	150 000 €
Investissement CT	80 000 € (10 000 actions à 8 €)	20 000 € (10 000 actions à 2 €)
Créances	50 000 €	50 000 €
Inventaire	200 000 €	200 000 €
Assurance prépayée	20 000 €	20 000 €
Actif LT	80 000 €	80 000 €
Total des actifs	580 000€	520 000€
Passif circulant	150 000 €	150 000 €
Passif LT	200 000 €	200 000 €
Total des passifs	350 000 €	350 000 €
Capitaux propres	230 000 €	170 000 €
Endettement net	120 000 €	120 000 €
Gearing	52 %	71 %

Tableau 2 : Faible valorisation et modification de ratio d'endettement (élaboration propre)

L'évolution du cours de bourse de la date X à la date Y a conduit le ratio d'endettement *gearing* à se tendre. Ce niveau de ratio peut conduire à faire augmenter substantiellement les futurs taux pour d'éventuels emprunts nécessaires à la bonne conduite de l'entreprise, ou à la croissance

de son activité. L'évolution du ratio d'endettement peut pareillement repousser de futurs actionnaires, ce qui maintient l'entreprise dans le mécanisme de rétroaction positive.

Perte de clients

La baisse du cours des actions peut affecter la vision des clients particuliers comme entreprises. Cette perte de confiance envers l'entreprise peut alors entraîner les clients à ne plus faire affaire avec elle et donc être la source d'une prophétie auto-réalisatrice. Sylla indique que « le marché boursier est assez important pour la perception d'une entreprise¹³⁵ ». La baisse du cours de bourse entraînant une perte de clients, peut alors se transformer en catalyseur conduisant une entreprise à licencier, vendre des activités, ou tout simplement disparaître.

B. Les principaux impacts d'une survalorisation

La littérature académique recense de nombreux articles sur les impacts d'une survalorisation d'entreprise. Les impacts sont bien souvent étroitement liés entre eux, c'est-à-dire qu'un impact peut être l'essence d'un autre.

La pression est importante pour justifier le prix

L'article faisant référence à propos des impacts d'une survalorisation des capitaux propres est *Agency Costs of Overvalued Equity*¹³⁶ de Jensen. Dans cet article, Jensen indique que « lorsque les actions d'une entreprise sont surévaluées, les dirigeants ne peuvent, par définition, en l'absence d'une chance incroyable, fournir de manière fiable et légale des performances qui justifieront son prix. Le marché établit une barre que les entreprises ne peuvent atteindre de manière réaliste ». Tout cela conduit la direction des entreprises survalorisées à chercher de la performance à court terme, ce qui peut affecter la bonne conduite de l'entreprise sur le moyen et le long terme. Cependant, cet impact en amène bien d'autres.

Coût d'agence élevé

De très nombreux articles s'accordent à dire qu'une survalorisation des capitaux propres engendre un coût d'agence élevé, provoquant notamment une destruction de la valeur fondamentale de l'entreprise. Suite au mécanisme de rétroaction positive de la bulle internet et

¹³⁵ Tyler, J. (2008). Is a company hurt when its shares fall ? Source : www.marketplace.org/2008/10/16/company-hurt-when-its-shares-fall/

¹³⁶ Jensen, M. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, vol. 34, n° 1, pp. 5-19.

à son éclatement, Jensen a essayé d'en comprendre ses causes, et on peut résumer les résultats de sa recherche en deux citations :¹³⁷

« Même s'il y avait des escrocs dans le système, la cause première du problème n'était pas les gens mais le système dans lequel ils opéraient - un système dans lequel les capitaux propres devenaient si dangereusement surévalués que de nombreux PDG et directeurs financiers se sont retrouvés pris dans un vicieux lien où les valorisations excessivement élevées des actions ont libéré un ensemble de forces organisationnelles dommageables qui ont conduit à une destruction massive de la valeur sociale. »

« Lorsque les capitaux propres d'une entreprise deviennent considérablement surévalués, en mouvement un ensemble de forces organisationnelles extrêmement difficiles à gérer – des forces qui conduisent presque inévitablement à la destruction d'une partie ou de la totalité de la valeur fondamentale de l'entreprise. »

Un article plus récent de Kadyrzhanova et Rhodes-Kropf¹³⁸ suit la même conclusion en notifiant qu'en période de survalorisation, les gestionnaires peuvent être plus incités à agir en contradiction avec les intérêts des actionnaires, ce qui réduit la performance globale de l'entreprise.

Surinvestissement et coût élevé de fusions et acquisitions

D'après un article paru dans Harvard Business Review¹³⁹, les entreprises survalorisées ont une certaine tendance à effectuer des fusions et acquisitions au prix fort pour prendre le contrôle de start-ups à la mode. Cet article cite notamment l'exemple de la société Nortel et de sa politique d'acquisition conduisant le mécanisme de rétroaction positive à s'amplifier jusqu'à atteindre 283 milliards de dollars de capitalisation au cœur de la bulle internet, pour chuter à 5 milliards en juillet 2002 et au dépôt de bilan en 2009. C'est notamment ce que l'on observe en regardant les figures 9 et 10. Chi et Gupta¹⁴⁰ expliquent que le surinvestissement peut se produire même lorsque la direction n'est pas consciente de la survalorisation. Ce phénomène peut se produire pour différentes raisons comme un excès de confiance (Mal-Mendier et Tate¹⁴¹), un excès

¹³⁷ *Ibidem.*

¹³⁸ Kadyrzhanova, D., & Rhodes-Kropf, M. (2012). Governing Misvalued Firms. Harvard Business School.

¹³⁹ Martin, R., & Kemper, A. (2015). The Overvaluation Trap. Source : Harvard Business Review: <https://hbr.org/2015/12/the-overvaluation-trap>

¹⁴⁰ Chi, J., & Gupta, M. (2009). Overvaluation and Earnings Management. Journal of Banking & Finance, vol. 33, pp. 1652-1663.

¹⁴¹ Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. The Journal of Finance, n° 60, pp. 2661-2700.

d'optimisme (Heaton¹⁴²), ou un fort orgueil (Roll¹⁴³). En outre, la littérature académique et notamment l'article de Polk et Sapienza¹⁴⁴ révèlent qu'une mauvaise allocation du capital d'investissement est plus fréquente lorsque la survalorisation persiste et que les actionnaires ont un horizon court.

La figure 9 illustre ce phénomène en affichant une survalorisation des transactions de M&A lors des périodes d'euphories boursières (Europe de l'Ouest).

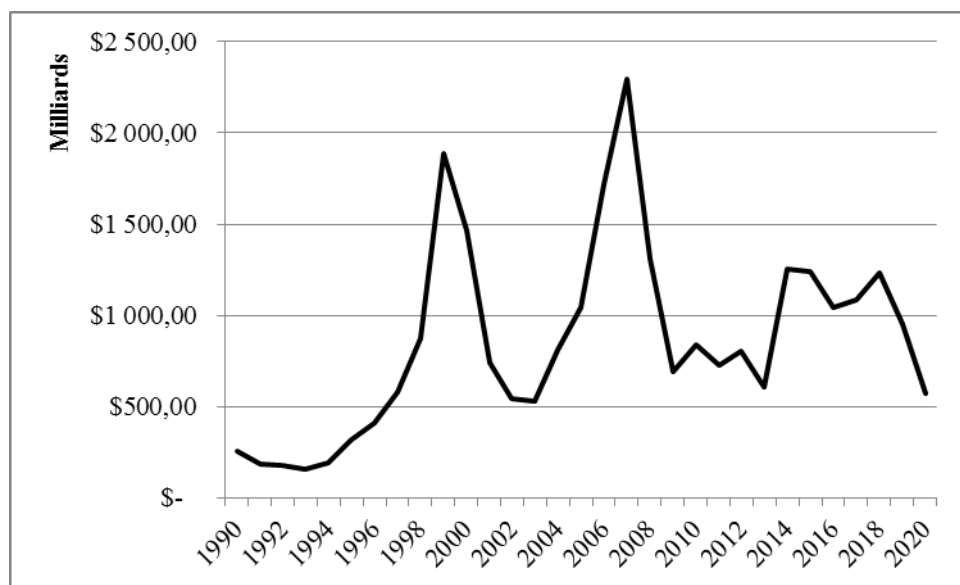


**Figure 9 : Prix moyen des transactions de M&A en Europe de l'Ouest depuis 1990¹⁴⁵
(élaboration propre)**

La figure 10 complète cette observation en mettant en rapport le nombre de transactions et la valeur de celles-ci. On constate alors un nombre important de transactions couplé à une survalorisation lors des récentes bulles boursières.

¹⁴² Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, vol. 31, n° 2, pp. 33-45.

¹⁴³ Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, vol. 59, n° 2, pp. 197-216.

¹⁴⁴ Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 1, pp. 187-217.

¹⁴⁵ Graphique effectué sur la base des données issues de l'Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)

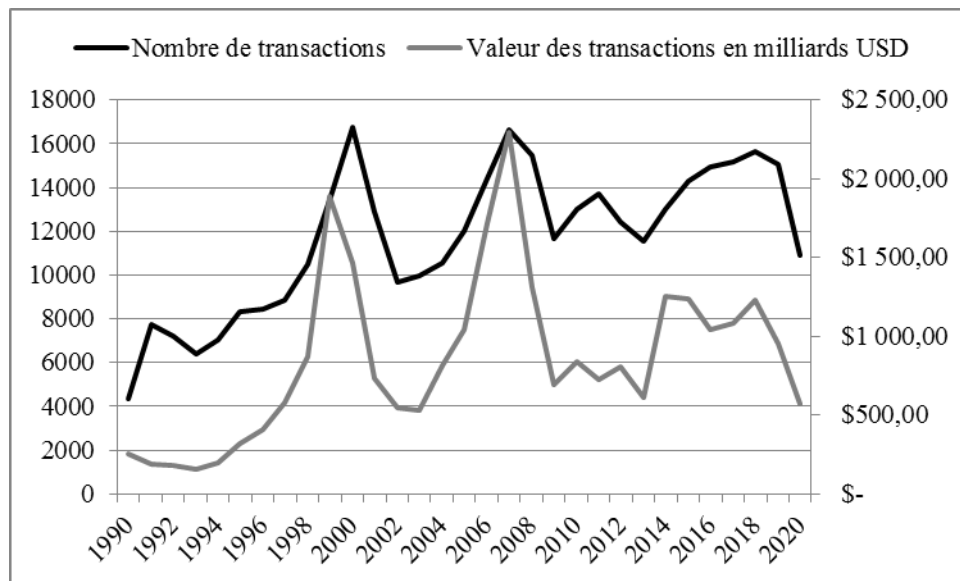


Figure 10 : Nombre et valeur des fusions et acquisitions en Europe de l'Ouest depuis 1990 (élaboration propre)

La figure 11 recense sous forme graphique les principaux impacts négatifs du phénomène de rétroaction positive pour les entreprises cotées. Les deux bases du triangle montrent une sous-valorisation, la barre verte la valeur fondamentale ou valeur intrinsèque, et le haut du triangle la survalorisation.

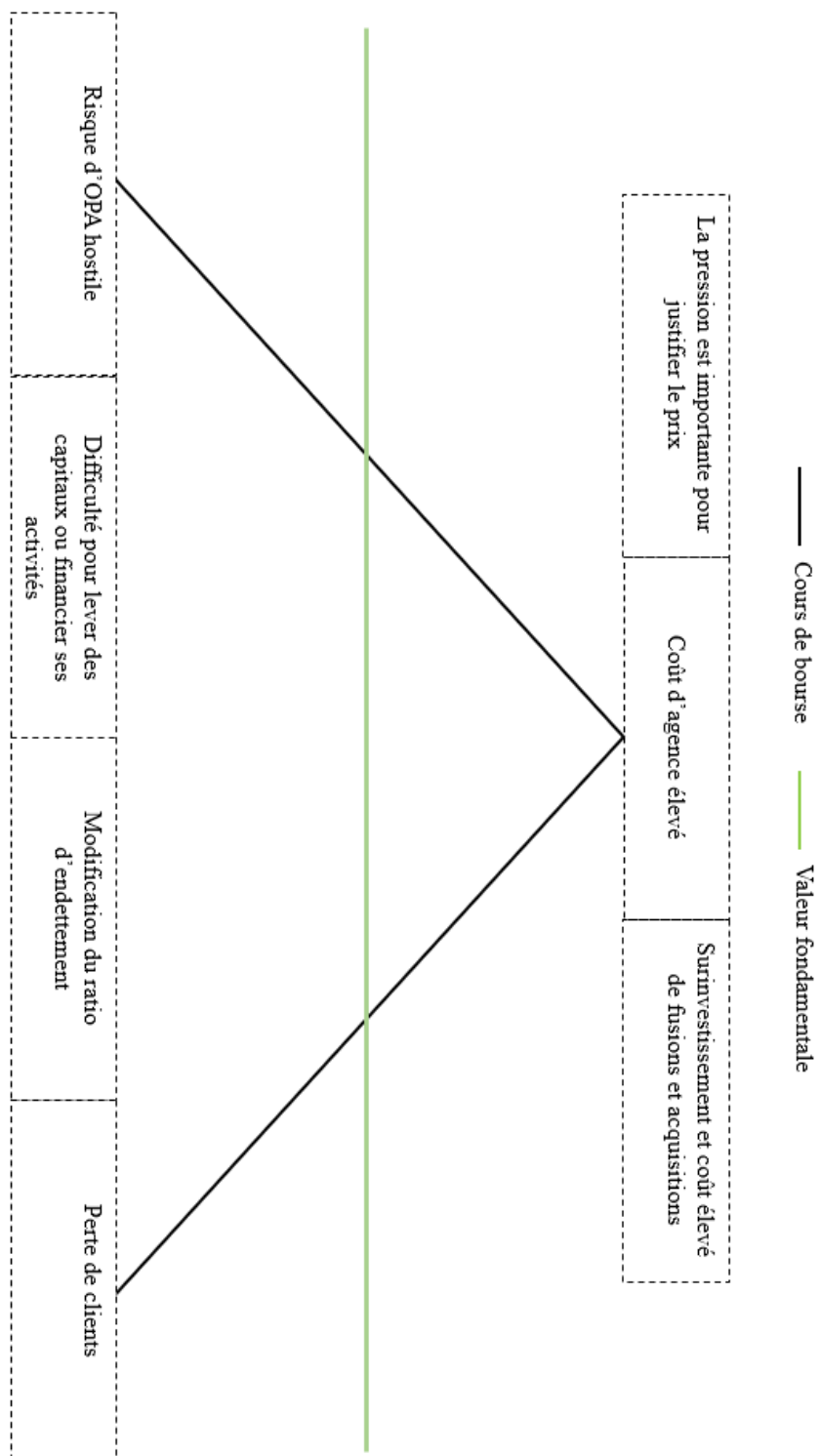


Figure 11 : Principaux impacts du phénomène de rétroaction positive sur les entreprises (élaboration propre)

Section 2 Analyse critique des stratégies de gestion de portefeuille et concepts essentiels

« Tirer profit d'un bon timing est inévitable et légitime. Cependant, c'est dangereux, car l'investisseur se retrouve dans la peau d'un spéculateur. Il est facile de déconseiller la spéculation. Plus dur est de ne pas y succomber¹⁴⁶. »

§ 1 Investir n'est pas spéculer

Winston Churchill disait qu'« un peuple qui oublie son passé se condamne à le revivre ». En finance, l'histoire doit être étudiée, analysée et comprise. Elle nous en dit beaucoup sur l'Homme et ses réussites. Toutefois, l'histoire nous éclaire également sur les faiblesses de la société, sur les domaines dans lesquels nous avons fait ce que nous ne devions pas faire, mais aussi ce que nous n'avons pas fait mais que nous aurions dû faire.

Les gérants de fonds institutionnels étaient auparavant des investisseurs sur le long terme, leurs actifs ne variaient que très peu. Aujourd'hui, les actifs changent tous les ans. Le 12 juin 2007 à l'occasion du 60^e anniversaire du CFA Institute à Philadelphie, Bogle a parlé de la spéculation régnant à Wall Street dans ces termes : « Quoi qu'il en soit, les fonds communs de placement sont aujourd'hui largement axés sur la folie de la spéculation à court terme¹⁴⁷ ». La métamorphose du secteur de l'investissement et de l'industrie du capitalisme financier apporte une autre modification, celle de la gouvernance des sociétés. Un gérant sur le long terme et investissant selon les fondamentaux peut être considéré comme un propriétaire, il se soucie des responsabilités et des droits de la gouvernance des entreprises. Actuellement, la majorité des gérants investit sur le court terme. Ces gérants ne font qu'échanger des actions, des bouts de papiers, et ils ne possèdent plus cette vision fondamentale du propriétaire. Selon Kirby¹⁴⁸, l'utilisation de l'HME et des différentes techniques de mesure du rendement liées à cette hypothèse ont entraîné différents maux. La gestion de portefeuille et l'analyse des gestions sont tournées sur des critères courts. Kirby encourage quant à lui à ne pas juger une gestion de portefeuille sur une période courte (< 5ans), car ce jugement ne peut réellement se faire correctement qu'à partir de 8 ou 10 années. Ce changement dans la conduite des investissements

¹⁴⁶ Graham, B. (2018). L'investisseur Intelligent. Valor Éditions. p. 165.

¹⁴⁷ Bogle, J. (2007). *A Question So Important that It Should Be Hard to Think about Anything Else*. Bogle Financial Markets Research Center.

¹⁴⁸ Kirby, R. (1997). You Need More than Numbers to Measure Performance. In C. Ellis, & J. Vertin, *The investor's anthology : original ideas from the industry's greatest minds*. John Wiley and Sons.

remet notamment en cause l'axiome de base du capitalisme, soit la propriété privée. Comme l'indiquait Keynes dans son ouvrage *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* : « Lorsque l'investissement devient une simple bulle sur un tourbillon de spéculation, le travail du capitalisme sera mal fait¹⁴⁹ ». Au regard de l'indicateur dette sur marge en pourcentage du PIB présenté dans la figure 12, il semble possible d'avancer que « le travail du capitalisme est actuellement mal fait ». Un article de CNBC évoque alors le fait que cela représente une statistique effrayante de l'exubérance actuelle des marchés¹⁵⁰.

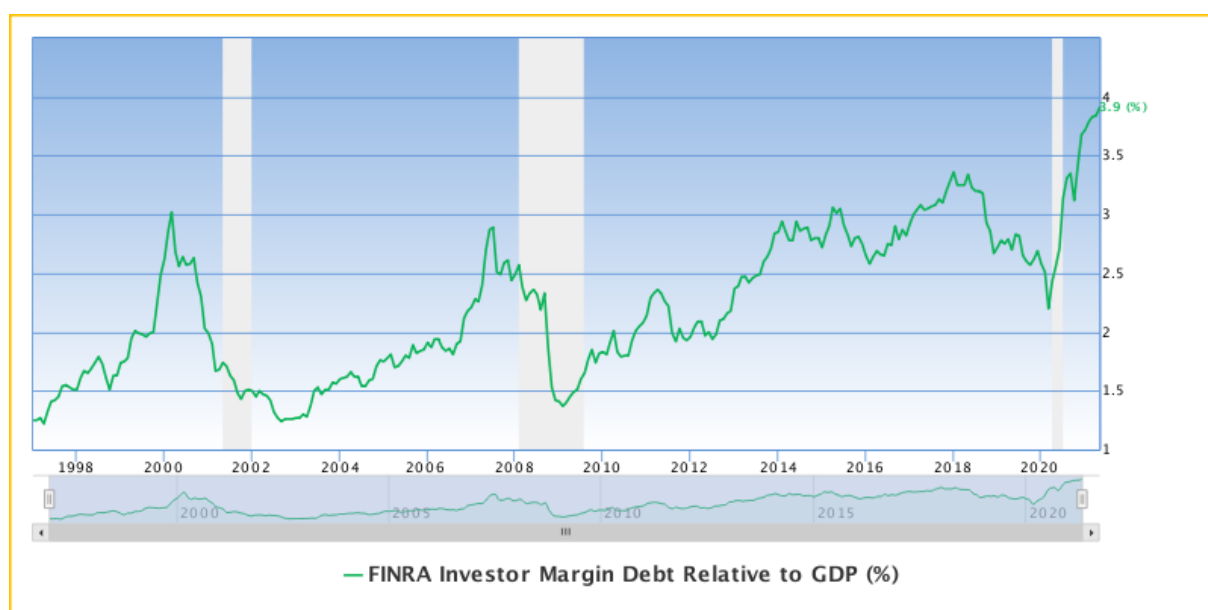


Figure 12 : Indicateur d'euphorie boursière USA¹⁵¹

Dans un article de Forbes, Colombo compare la richesse des ménages américains à l'économie sous-jacente (figure 13). Il constate alors que la richesse des ménages s'est détachée du PIB depuis la fin des années 90. L'explication principale semble être le développement de la richesse par le moyen de bulles financières. Nous pouvons alors suggérer que la finance semble être au moins partiellement décorrélée de l'économie réelle depuis au moins vingt ans et que ce phénomène tend à s'accroître, au moins jusqu'au prochain éclatement financier.

¹⁴⁹ Keynes, J. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris : Payot.

¹⁵⁰ Tanous, P. J. (2021). Commentary : The Fed has a simple tool it can deploy to curb market speculation. Source : sur [www.cnbc.com](https://www.cnbc.com/2021/02/23/commentary-the-fed-has-a-simple-tool-it-can-deploy-to-curb-market-speculation.html): <https://www.cnbc.com/2021/02/23/commentary-the-fed-has-a-simple-tool-it-can-deploy-to-curb-market-speculation.html>

¹⁵¹ Gurufocus. (2021). FINRA Investor Margin Debt Relative to GDP. Source : [www.gurufocus.com](https://www.gurufocus.com/economic_indicators/4266/finra-investor-margin-debt-relative-to-gdp): https://www.gurufocus.com/economic_indicators/4266/finra-investor-margin-debt-relative-to-gdp

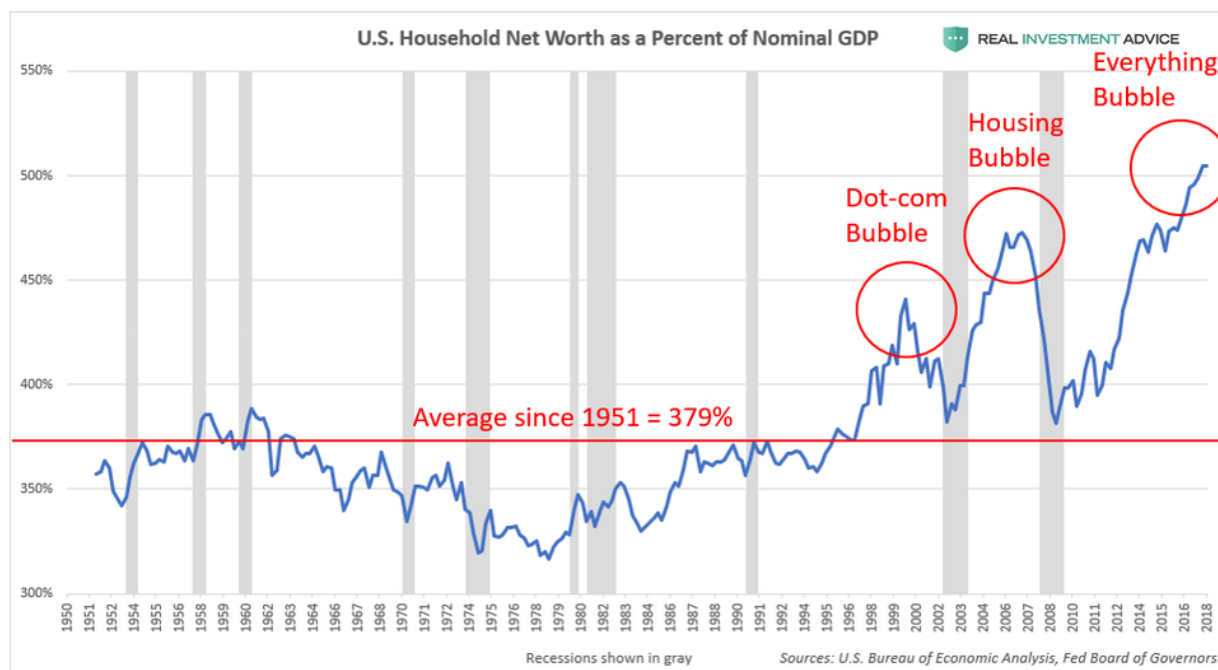


Figure 13 : Une décorrélation grandissante entre finance et économie réelle¹⁵²

Dans un article¹⁵³ datant de 1986, Buffett était déjà alarmiste quant au développement de la spéculation. Buffett parle même de pyrotechnie spéculative à Wall Street, entraînant des répercussions sur les entreprises et la société américaine toute entière. Les Français ne s’y trompent pas puisqu’ils sont 67% à être choqués ou révoltés par la pratique de la spéculation sur les marchés financiers¹⁵⁴.

Pour comprendre les différences entre l’investissement et la spéculation, il convient d’étudier les différentes définitions de ces termes. Dans la première œuvre de Graham (*Security Analysis*), celui-ci définissait la notion d’investissement comme suit : « Une opération d’investissement est de celles qui, après analyse approfondie, promettent une bonne garantie sur le principal ainsi qu’une rentabilité adéquate. Les opérations ne satisfaisant pas à ces critères seront considérées comme spéculatives¹⁵⁵ ». Cette définition peut paraître large, toutefois nous pouvons y voir une recherche de marge de sécurité quant à la décision d’investissement, là où la prise de risque est plus importante dans une décision spéculative. Brandes complète cette

¹⁵² Colombo, J. (2018). U.S. Household Wealth Is Experiencing An Unsustainable Bubble. Source : [www.forbes.com: https://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2018/08/24/u-s-household-wealth-is-experiencing-an-unsustainable-bubble/](https://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2018/08/24/u-s-household-wealth-is-experiencing-an-unsustainable-bubble/)

¹⁵³ Article paru dans le *Washington Post* le 4 décembre 1986, traduit par Isabelle Hausser, Cairn ISSN 0180-8214

¹⁵⁴ Denjean & Associés. (2018). Enquête - La responsabilité sociale et environnementale des grands groupes vue par les Français.

¹⁵⁵ Graham, B., & Dodd, D. (2015). *Security analysis*. Valor Editions. p. 128.

définition en expliquant que « toute période de détention envisagée plus courte qu'un cycle économique normal (généralement de 3 à 5 ans) est de la spéculation, et tout achat sur la base des mouvements anticipés du marché ou des prévisions est également une spéculation¹⁵⁶ ».

En 2012, dans un article paru dans le magazine *Fortune International*, Buffett définissait l'investissement comme le fait de renoncer maintenant à la consommation afin d'avoir la capacité à consommer plus à une date ultérieure¹⁵⁷. Pour être plus complet, nous pouvons nous référer à ses affirmations publiées dans l'ouvrage *Les écrits de Warren Buffett*¹⁵⁸ : « L'expression investir dans la valeur est un pléonasme. Bien investir, c'est faire la distinction entre le prix et la valeur. Ne pas comprendre, c'est spéculer : avoir l'espoir que le cours augmente, plutôt que la conviction que le cours payé est inférieur à la valeur acquise ». En outre, Bogle a présenté à la Blair Academy de New York sa définition de l'investissement :

« Investir consiste à acheter des entreprises, de véritables sociétés opérationnelles, à fabriquer de vrais biens et à fournir de vrais services à de vrais consommateurs qui utilisent les biens et services dans leur vie quotidienne; de vraies entreprises gérées par de vrais gestionnaires et dotées de vrais travailleurs, avec de vraies stratégies ; gagner un revenu net réel et en réinvestir une partie dans des biens d'équipement réels et distribuer ce qui reste aux propriétaires sous la forme, oui, de dividendes réels. Appelons cela le vrai capitalisme¹⁵⁹ . »

Keynes parachève la compréhension de la discordance entre investissement et spéculation en expliquant que l'investissement repose sur la prévision du rendement futur des actifs sur toute la durée de la société, tandis que la spéculation n'est qu'une activité de prévision de la psychologie du marché. Tout en définissant cela, Keynes reconnaît tout de même l'impossibilité de prévoir de façon précise les bénéfices futurs. En outre, il exprime non sans regret que l'activité d'investissement est désormais biaisée par l'activité consistant à anticiper les prévisions des autres.

« La technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages

¹⁵⁶ Brandes, C. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill. p. 13.

¹⁵⁷ Buffett, W. (2012). Why Stocks Beat Gold and Bonds. *Fortune International*, vol. 165, pp. 40-45.

¹⁵⁸ Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). *Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers*. Valor Éditions.

¹⁵⁹ Bogle, J. (2008). *Economics, Politics, and the Financial Markets*. Bogle Financial Markets Research Center.

qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il peut en juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considèrera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou au cinquième degré ou plus loin encore¹⁶⁰. »

En plus d'accroître le risque d'un portefeuille, la pratique spéculative est à l'origine de la génération de frais supplémentaires par la cause d'un taux de rotation des actions irrationnel. Bogle disait bien que « Les coûts font la différence entre un investissement réussi et un investissement raté¹⁶¹ ». Il achevait même tout espoir en expliquant que « Les investisseurs les plus actifs sont condamnés à l'échec ». Schwed enrichit parfaitement cela dans son classique *Mais où sont les yachts des clients ?*¹⁶² : « Il est parfaitement indéniable que plus vous faites de prévisions financières, plus on vous passera d'ordres de bourse et donc plus vous toucherez de commissions ». De surcroît, la gestion à court terme apporte un impact sur les entreprises et la société en générale. Le capitalisme a pour base le droit à la propriété individuelle, toutefois, lorsque le droit de propriété est exercé à très court terme, le capitaliste ne joue pas son rôle d'investisseur dans la création de valeur ou de soutien à long terme pour la société et ses parties prenantes. Il joue simplement sur le prix du droit de possession de l'entreprise. Cette activité ne crée pas de valeur, au contraire elle peut être un facteur de destruction de la valeur et de la croissance future de celle-ci.

Un des aspects de la spéculation est le détournement des capitaux utiles pouvant servir à l'investissement productif vers des marchés spéculatifs non créateurs de valeur réelle. Dans ce cas-là, les capitaux ne sont plus investis réellement et durablement dans les circuits productifs et cette distorsion condamne les entreprises à un sous-développement, ou pire encore, à une mutilation pour cause de non-financement des activités réellement productives. Au demeurant, Bernanke va dans ce sens en déclarant se soucier ardemment des formes de prises de risques excessives pouvant toucher les prix des actifs et leurs relations avec les fondamentaux¹⁶³.

¹⁶⁰ Keynes, J. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris: Payot. p. 109.

¹⁶¹ Bogle, J. (2008). *Le petit livre pour investir avec bon sens*. Valor Éditions

¹⁶² Schwed, F. (2003). *Mais où sont les yachts des clients ?*. Les Éditions du Siècle. p. 52.

¹⁶³ Savall, H., Zardet, V., Péron, M., & Bonnet, M. (2016). *Le capitalisme socialement responsable existe*. Éditions EMS

La figure 14 présentant la durée moyenne de détention d'une action sur le NYSE peut être utile pour comprendre la remise en cause du capitalisme contemporain. Les auteurs soulignent que la durée moyenne de détention des actions diminue depuis des décennies, notamment depuis les années 1980. La durée moyenne de détention des actions américaines était de 5 mois et demi en juin 2020 quand elle se situait autour de 5 années entre les années 1940 et les années 1980. La spéculation semble avoir pris l'ascendant sur l'investissement, le court terme sur le long terme.

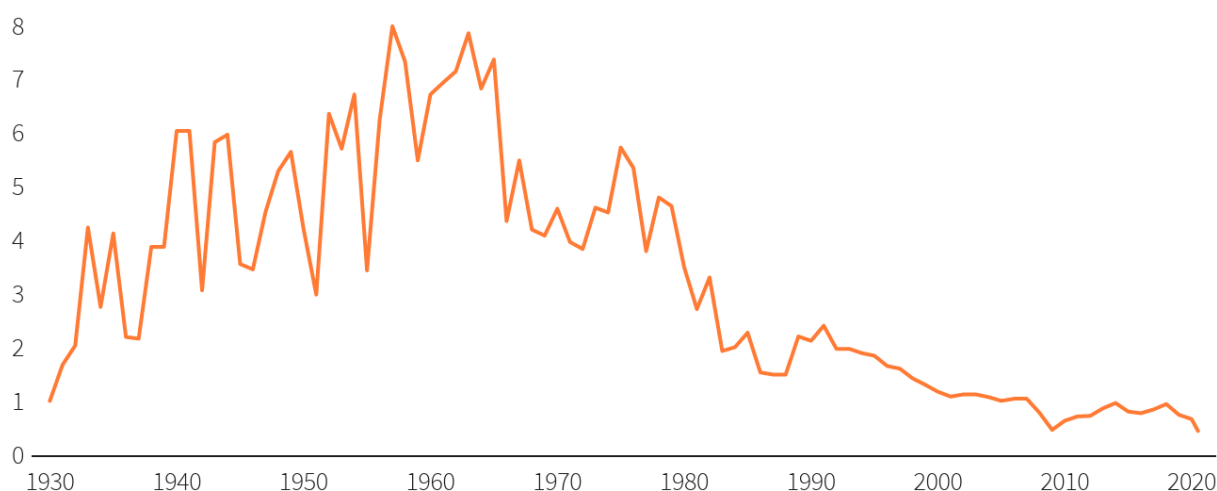


Figure 14 : Durée moyenne de détention d'un titre sur le NYSE (en années)¹⁶⁴

En prime et sans aucun jugement moral mais uniquement factuel, il paraîtrait que la gestion court terme soit un abus endogène du capitalisme par des personnes plaçant un risque majeur sur l'économie capitaliste réelle et productive. Notamment par le biais d'une affectation illogique et malavisée du capital, devenant alors lui-même inefficent et destructeur de valeur tangible et bénéfique. Pour être plus précis et illustrer les propos antérieurs, nous pouvons citer les écrits d'un expert reconnu en matière de gestion des cycles du marché, Marks¹⁶⁵.

« Le potentiel de faire des dégâts augmente à mesure que le mouvement qui s'éloigne du point médian s'amplifie - lorsque les économies et les entreprises performant trop bien, que le cours des actions monte trop haut. Les hausses sont suivies par de simples corrections, les marchés

¹⁶⁴ Chatterjee, S., & Adinarayan, T. (2020). Buy, sell, repeat! No room for 'hold' in whipsawing markets. Source : [www.reuters.com](https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-short-termism-anal-idUSKBN24Z0XZ): <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-short-termism-anal-idUSKBN24Z0XZ>

¹⁶⁵ Marks, H. (2020). Maîtriser les cycles du marché. Valor Editions. p. 35.

hausseurs par des marchés baissiers. Mais les booms et les bulles sont suivis par des effondrements, des krachs et des paniques beaucoup plus préjudiciables. »

Comme le signale Loubières¹⁶⁶, l'investissement financier n'est plus utilisé de façon à encourager une activité en portant le risque d'une entreprise sur le long terme, il se limite de plus en plus à la spéculation avec la détention furtive de titres. Dans le même ouvrage, Giraud dépeint l'inutilité et la menace que fait peser le trading haute fréquence sur l'économie réelle en évoquant la déclaration d'un banquier. Celui-ci signalait que les marchés actions ne financent plus l'économie, ils permettent aux professionnels d'arbitrer les amateurs¹⁶⁷.

Historiquement, la finance de marché peut simplement se définir comme la mise en relation des agents économiques en possession de capital, avec des agents économiques en besoin de capital. Emin¹⁶⁸ éclaircit cela en déclarant que l'utilité de la finance de marché est très simple. Laisser un capital sur un compte courant ou dans un coffre ne produira pas de richesse. Il trouve son utilité dès lors qu'il répond à un besoin de financement pour la création d'une valeur autre que pour lui-même. Un des problèmes actuels est que la finance ne répond pas toujours aux besoins économiques. L'observation de la figure 15 permet d'illustrer cette réflexion. Le montant total des produits dérivés (2019) représente plus de six fois le produit intérieur brut mondial. Bien qu'utile de prime abord pour certaines activités, certains de ces produits sont devenus de simples produits spéculatifs.

¹⁶⁶ Giraud, G., & Renouard, C. (2012). *20 propositions pour réformer le capitalisme*. Flammarion.

¹⁶⁷ Le Figaro, 11 novembre 2010

¹⁶⁸ Emin, G. (2016). Comprendre: la finance au service de l'économie réelle. Source : <http://www.montesinos.fr:2016/01/comprendre-la-finance-au-service-de-l-economie-reelle.html>

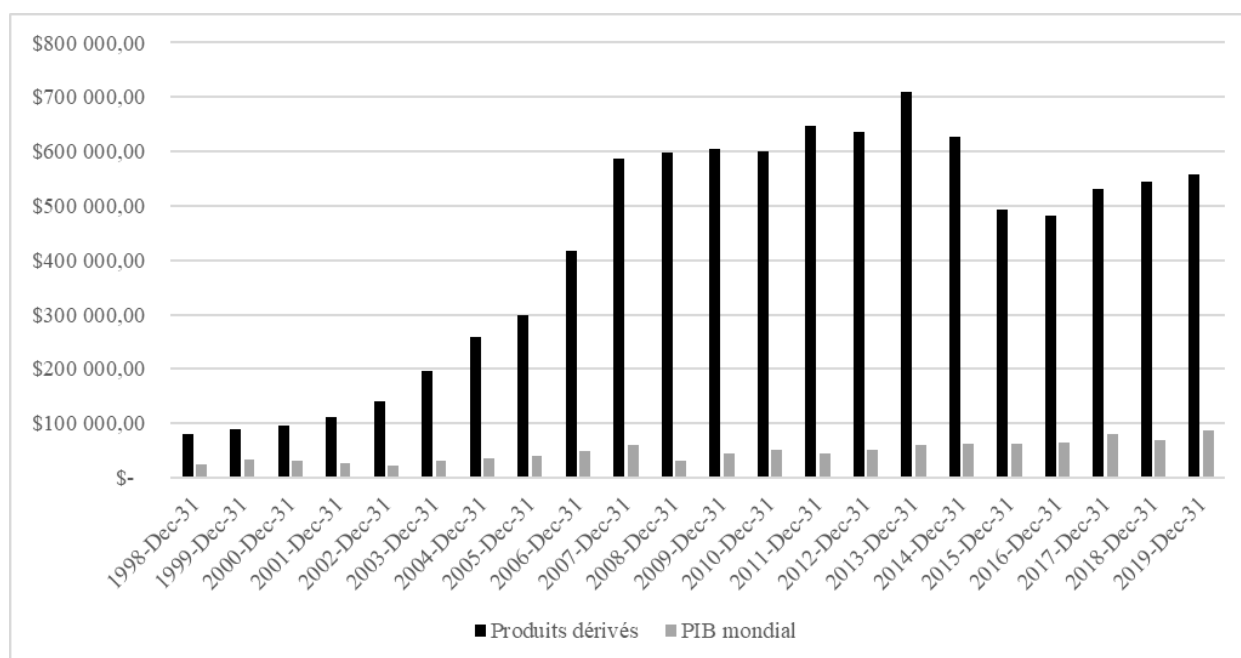


Figure 15 : Produit intérieur brut mondial et total des produits dérivés (en milliards de dollars)¹⁶⁹

Dans le système capitaliste libéral, l'homme est maître de sa propriété privée, de son patrimoine, il choisit l'orientation de son capital. C'est ici que se situe le point de tension entre la finance de marché et l'économie réelle. Comme le montre une étude de *Finance Watch*¹⁷⁰, moins de 30% des ressources des banques européennes bénéficie à une clientèle n'appartenant pas au système financier. La finance est actuellement utilisée pour investir dans les marchés financiers, et ce, au détriment de l'économie réelle. Pour appuyer ce propos et dans l'optique de l'imager, nous pouvons nous référer à une chronique de Gomez¹⁷¹ publiée dans le journal *Le Monde*. Durant la période de spéculation à la bourse de New-York entre 1920 et 1930, la durée moyenne de détention des actions cotées était de deux ans. Cette durée a ensuite évolué à 6 ans lors de la phase de 1945-1975. Elle a par la suite baissé à 2 ans pendant la période 1980 à 2000, pour *a posteriori* se situer à onze mois en 2016 (hors trading haute fréquence). En incorporant le trading haute fréquence, la durée moyenne de détention d'une action cotée à la bourse de

¹⁶⁹ Sources : Banque des règlements internationaux pour les produits dérivés et World data bank pour le PIB.

¹⁷⁰ Finance Watch. (2014). A missed opportunity to revive "boring" finance? A position paper on the long term financing initiative, good securitisation and securities financing. Source : www.finance-watch.org/https://www.finance-watch.org/press-release/finance-watch-releases-position-paper-on-long-term-financing-securitisation-and-securities-financing/

¹⁷¹ Gomez, P.-Y. (2016). L'actionnariat en risque d'hypertension. Source : www.lemonde.fr/https://www.lemonde.fr/economie/article/2016/03/17/l-actionnariat-en-risque-d-hypertension_4884958_3234.html

New-York était de 22 secondes en 2016. La figure 14 nous a montré que cette durée de détention se situait à 5 mois et demi en 2020. La propagation de la myopie peut sans doute être justifiée, au moins en partie, par la présence massive des ETF¹⁷² et la constante croissance de la gestion passive¹⁷³.

La durée moyenne de détention d'une partie d'une entreprise montre l'incohérence financière avec la réalité économique. Comment développer une entreprise, essayer de la faire fructifier, si nous la détenons 22 secondes ou même 5 mois ? Ce rôle crucial et nécessaire de la finance de marché est actuellement excessivement altéré. Passant d'une fonction d'accompagnement de l'entreprise vers le progrès, elle est devenue le facteur de tension, de risque, et de déstabilisation des entreprises. Le capitalisme financier remet en question sa propre base par le détournement de l'allocation du capital de l'économie réelle. Cette réflexion est particulièrement indispensable dans l'optique d'une gestion responsable.

« Le capitalisme peut-il survivre ? Non je ne crois pas qu'il le puisse ». Cette réflexion provient de Schumpeter, économiste hétérodoxe libéral, formé à Vienne par von Böhm-Bawerk et proche de Walras. D'après Schumpeter, le triomphe du capitalisme sera la cause de son déclin. Le capitalisme génère une prospérité qui sera le germe de sa disparition. Comme nous pouvons déjà le constater aux Etats-Unis, en Angleterre ou en France, l'extinction du capitalisme industriel créateur de biens tangibles a été influencée par l'émergence et l'accroissement du capitalisme financier. Désormais, ce n'est plus le cycle économique qui est le promoteur du cycle boursier, c'est le cycle boursier qui semble être le moteur ou le frein du cycle économique. Dans cette situation, la bourse peut opprimer l'ensemble des sociétés par son agitation excessive. La prépotence du court terme est même selon Attali¹⁷⁴ une explication des crises économiques, financières, sociales, et morales contemporaines. Le rôle de la bourse a fortement évolué par rapport à ses débuts. Lors d'une audition devant les députés américains, Yellen¹⁷⁵ explique qu'une partie de la finance fonctionne de façon autonome de l'économie réelle...

¹⁷² ETF = Exchange Traded Funds. (Morningstar définit un ETF comme un panier de valeurs qui se négocient en Bourse comme des titres individuels. Ces fonds peuvent répliquer tout un ensemble d'indices comme le CAC40 en France, ou l'Indice EURO STOXX 50 en Europe, voire même des matières premières)

¹⁷³ Rolland, S. (2018). La gestion passive représentera un quart du marché européen d'ici à 2025. Source : [www.lesechos.fr: https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/la-part-de-marche-de-la-gestion-passive-pourrait-atteindre-25-dici-a-2025-148591](https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/la-part-de-marche-de-la-gestion-passive-pourrait-atteindre-25-dici-a-2025-148591)

¹⁷⁴ Guez, H., & Zaouati, J. (2014). *Pour une finance positive, parce que l'argent a aussi des vertus*. Éditions Rue de l'échiquier. p. 8. (préface de Jacques Attali).

¹⁷⁵ Viennot, M. (2016). Finance/Economie réelle : les nouvelles déconnexions. Source : [www.franceculture.fr: https://www.franceculture.fr/emissions/le-billet-economique/financeeconomie-reelle-les-nouvelles-deconnexions](https://www.franceculture.fr/emissions/le-billet-economique/financeeconomie-reelle-les-nouvelles-deconnexions)

Une valorisation d'entreprise déconnectée de la réalité économique de celle-ci peut engendrer un risque plus lourd sur son activité fondamentale. Au-delà de la menace systémique émanant des marchés boursiers, un autre aspect de la gestion de fonds peut être jugé comme incompatible avec une gestion dite responsable. La société d'« investissement » *Muddy Waters Research LLC* en est un étendard. Avec une gestion de *short-seller*¹⁷⁶, consistant à parier sur la baisse du cours de bourse d'une société, cette technique est antinomique avec le principe de base du capitalisme comme étudié ci-avant. Cette pratique n'est pas nouvelle puisqu'elle était déjà présente en 1609 quand le commerçant Isaac Le Maire a pratiqué la vente à découvert sur les actions de la Compagnie néerlandaise des Indes orientales. Pour donner suite à cette pratique, les autorités de l'époque avaient imposé la première interdiction mondiale de vente à découvert¹⁷⁷. Cette stratégie a été reprise plus récemment en 1949 avec Alfred Winslow. Depuis cette période, la croissance de cette stratégie spéculative est en forte progression, notamment depuis 2000, avec entre 25% et 35% des fonds d'« investissement » utilisant cette pratique¹⁷⁸. Sa propagation est incessante, comptant un peu moins de 300 opérations entre 1996 et 2015 pour 200 opérations pour l'unique année de 2017¹⁷⁹. Pour illustrer l'ampleur de cette activité, le *Financial Times* explique que bien que fustigeant la spéculation, même le Vatican a utilisé des fonds caritatifs pour « parier » sur des dérivés de crédits¹⁸⁰.

La vente à découvert est d'ailleurs présentée par beaucoup comme une des sources favorisant les crises financières, et ce, malgré une forte remise en question de cette gestion après la crise des *Subprimes*¹⁸¹ ¹⁸². Encore aujourd'hui, cette pratique est autant décriée pour son immoralité. Geoffroy Roux de Bézieux en appelle aux autorités financières (AMF¹⁸³) pour un renforcement

¹⁷⁶ Le short-selling ou shorting est une pratique consistant à parier sur la baisse d'un titre, à vendre un titre dont on anticipe la baisse. C'est une technique de vente à découvert.

¹⁷⁷ Trotta, D. (2008). Short sellers have been the villain for 400 years. Source : [www.reuters.com: https://www.reuters.com/article/us-financial-shortselling-villainspics/short-sellers-have-been-the-villain-for-400-years-idUSTRE48P7CS20080926?PageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true](https://www.reuters.com/article/us-financial-shortselling-villainspics/short-sellers-have-been-the-villain-for-400-years-idUSTRE48P7CS20080926?PageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true)

¹⁷⁸ Admiral Markets. (s.d.). Vente à Découvert en Bourse (Short Selling). Source : [admiralmarkets.fr: https://admiralmarkets.fr/formation/articles/base-du-forex/vente-a-decouvert-short-selling](https://admiralmarkets.fr/formation/articles/base-du-forex/vente-a-decouvert-short-selling)

¹⁷⁹ RSE Magazine. (2018). Le président du MEDEF interpelle l'AMF sur les ventes à découvert. Source : www.rse-magazine.com: https://www.rse-magazine.com/Le-president-du-MEDEF-interpelle-l-AMF-sur-les-ventes-a-decouvert_a2952.html

¹⁸⁰ Johnson, M., & Smith, R. (2020). Vatican used charity funds to bet on Hertz credit derivatives. Source : www.ft.com: https://www.ft.com/content/f966e8b4-945a-45d0-8391-a305b3d8f7f5

¹⁸¹ Commission des Affaires économiques et monétaires du parlement européen. (2010, février 23). Directive sur les fonds alternatifs: les députés examinent le projet législatif. Source : <http://www.europarl.europa.eu: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20100223IPR69353+0+DOC+XML+V0//FR>

¹⁸² Chiasson, C. (2008). Doit-on bannir les ventes à découvert ? Source : www.ledevoir.com: https://www.ledevoir.com/opinion/chroniques/214045/doit-on-bannir-les-ventes-a-decouvert

¹⁸³ AMF = Autorité des Marchés financiers

des contrôles concernant le *short-selling*. Ce type de gestion de fonds spéculatifs est un exemple flagrant de l'utilisation contemporaine des marchés financiers par certains acteurs, sciant délibérément la branche sur laquelle est assis le capitalisme, négligeant résolument et sciemment sa responsabilité sociétale. Ce type de stratégie ne peut alors pas être intégrée à une gestion de portefeuille responsable.

§ 2 Le malentendu du risque d'investissement

Selon la théorie financière dominante (théorie moderne de gestion du portefeuille), le risque est principalement caractérisé par la variation du cours des actifs, soit la volatilité. De façon à minimiser le risque d'investissement, il convient conventionnellement de minimiser autant que possible cette volatilité. Pour autant, Paramés¹⁸⁴ décrit le risque non pas comme l'écart-type du prix d'un actif mais par l'éventualité de perte permanente de pouvoir d'achat à la suite d'une erreur de jugement au moment de l'investissement. Dans son ouvrage *l'effet boule de neige*¹⁸⁵, Schroeder révèle la vision de Charlie Munger au sujet de la définition du risque par la volatilité comme : « des sornettes et des foutaises ». Pour Munger, le risque résulte de l'argent que l'investisseur peut perdre et non de la volatilité d'un actif. La volatilité serait d'après lui le risque du spéculateur à court terme et non de l'investisseur. Marks¹⁸⁶ suit le même raisonnement en affirmant que selon lui, le risque n'est pas la volatilité mais la probabilité d'une perte permanente de capital. Les mouvements de prix à court terme doivent être utilisés pour le spéculateur à court terme, mais la variation de ces prix ne constitue pas le risque majeur pour l'investisseur de long terme.

Une divergence significative entre l'école de Chicago et les investisseurs influencés par les textes de Graham se retrouve ici. La théorie moderne du portefeuille ou MPT a obtenu une reconnaissance Nobel en 1990 avec ses auteurs principaux, Sharpe, Markowitz et Miller, pour leurs travaux sur la théorie de l'efficience des marchés ainsi que pour leurs recherches au sujet de la mesure du risque d'un investissement par la volatilité¹⁸⁷. Pour l'école de Chicago (pionnière dans l'analyse quantitative), le risque d'un investissement peut se définir par l'écart-type du prix de l'actif, tandis que pour les « Grahamistes » le risque se situe entre le prix d'achat et la valeur intrinsèque de l'actif. En supposant une évaluation du risque par l'écart-type du prix d'un actif, une période de bulle spéculative ne sera pas détectée, pour autant, une chute de prix

¹⁸⁴ Garcia Paramés, F. (2018). Investir à long terme. Valor Editions. p. 196.

¹⁸⁵ Schroeder, A. (2010). *Warren Buffett : L'effet boule de neige*. Valor Editions.

¹⁸⁶ Marks, H. (2020). Maîtriser les cycles du marché. Valor Editions. p. 20.

¹⁸⁷ Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, vol. 7, n° 1, pp. 77-91.

de 80% d'un actif ne permettra pas un investissement car la volatilité sera trop importante, tandis que ce prix peut tout à fait se situer sous la valeur intrinsèque (estimée) d'un actif.

La mesure de risque d'un investissement se retrouve au cœur d'une question fondamentale : la volatilité est-elle un outil fiable de la mesure du risque pour l'investisseur ? La question mérite d'être posée. Concilier rendement et risque doit être au cœur d'une gestion de portefeuille responsable. Dans l'intention de répondre à cette question, prenons l'exemple d'une entreprise analysée de manière prudente et rationnelle, valorisée 1 milliard d'euros pour 1 million d'actions. Quel est l'investissement le plus risqué ; hypothèse 1 (H1) ou hypothèse 2 (H2) ? (tableau 3)

Date	Hypothèse 1				Hypothèse 2			
	Prix	Variation	Ecart de la variation à la moyenne	Carré de l'écart	Prix	Variation	Ecart de la variation à la moyenne	Carré de l'écart
décembre	50,00 €				12,00 €			
janvier	52,00 €	4,00%	0,34%	0,00%	10,00 €	-16,67%	8,43%	0,0071
février	54,00 €	3,85%	0,26%	0,00%	9,00 €	-10,00%	5,09%	0,0026
mars	56,00 €	3,70%	0,19%	0,00%	8,00 €	-11,11%	5,65%	0,0032
avril	58,00 €	3,57%	0,12%	0,00%	7,00 €	-12,50%	6,34%	0,0040
mai	60,00 €	3,45%	0,06%	0,00%	8,00 €	14,29%	7,05%	0,0050
juin	62,00 €	3,33%	0,01%	0,00%	10,00 €	25,00%	12,41%	0,0154
juillet	64,00 €	3,23%	0,05%	0,00%	12,00 €	20,00%	9,91%	0,0098
août	66,00 €	3,13%	0,10%	0,00%	13,00 €	8,33%	4,07%	0,0017
septembre	68,00 €	3,03%	0,15%	0,00%	12,00 €	-7,69%	3,94%	0,0016
octobre	70,00 €	2,94%	0,19%	0,00%	11,00 €	-8,33%	4,26%	0,0018
novembre	72,00 €	2,86%	0,23%	0,00%	10,00 €	-9,09%	4,64%	0,0022
décembre	74,00 €	2,78%	0,27%	0,00%	11,00 €	10,00%	4,91%	0,0024
Moyenne des variations			3,32%				0,19%	
Moyenne des carrés des écarts			0,00%				0,47%	
Volatilité			0,19%				6,87%	

Tableau 3 : La servitude de la volatilité (élaboration propre)

En observant le tableau 3, l'investisseur se contentant d'analyser la volatilité choisira aisément H1 et sa volatilité de 0,19% par rapport à H2 et sa volatilité de 6,87%. Néanmoins, la constante mais forte progression du prix de H1 fait peser un risque important de baisse. En fait, l'investisseur de long terme soucieux de la variation à la baisse de ses investissements devrait sans doute s'écarter de la simple observation de la volatilité ou des différents indicateurs classiques tels que le ratio de Sharpe, de Treynor ou le *max-drawdown*. La lecture du ratio de Sortino semble la moins incompatible avec une vision long terme car l'intérêt de ce ratio est qu'il prend uniquement en compte l'écart-type à la baisse. C'est-à-dire que le ratio de Sortino montre réellement la volatilité des rendements négatifs, et n'est pas influencé par la volatilité positive.

C'est ici que se trouve la principale différence de philosophie d'investissement entre d'un côté les économistes néoclassiques et les investisseurs quantitatifs, et de l'autre, les économistes subjectivistes de l'école autrichienne et les investisseurs dans les fondamentaux financiers. Cette discordance fondamentale implique une notion encore plus profonde. Celle de la différence entre un investissement court terme et un investissement long terme et donc de l'éthique de l'investissement par ses fondamentaux ou par la variation des prix. La croissance d'utilisation de critères purement quantitatifs et/ou techniques dans le secteur de l'investissement peut remettre en question l'éthique de ce genre d'activité. Au-delà des qualités extra-financières d'une société, le comportement d'investissement du gérant de portefeuille doit correspondre à une certaine responsabilité. Graham a connu et a fortement subi la crise de 1929 aux Etats-Unis, c'est à ce moment-là qu'il a compris la responsabilité de l'investissement dans le dérèglement de l'économie réelle. Le krach de 1929 dû à une spéculation frénétique des acteurs de l'investissement a eu pour répercussion une des périodes les plus néfastes pour la population américaine, soit la Grande dépression.

Nous avons donc compris la responsabilité de l'investisseur face aux fondamentaux de l'économie. Pour autant, le développement de la finance quantitative offre des valorisations parfois décorrélées des fondamentaux économiques. C'est par cette divergence d'interprétation sur la valeur d'entreprise que les « Superinvestors of Graham-and-Doddsville » peuvent bénéficier de l'irrationalité des marchés, ainsi qu'en ayant une autre définition de ce qu'est le risque d'un investissement. La volatilité est donc une chance pour un investisseur qui s'appuie sur les fondamentaux des entreprises et non un risque majeur. Le risque est effectivement présent avec la volatilité, mais uniquement pour l'acteur de court terme. Montier révèle qu'« en

fait, la grande majorité des investisseurs à long terme qui réussissent sont des investisseurs « value » qui rejettent la plupart des préceptes de l'HME et de la MPT¹⁸⁸ ».

En tentant de rationaliser le risque par la volatilité passée, le gérant de fonds omet dangereusement l'imprévisibilité de l'action humaine. Pour imager cette imprévisibilité, nous pouvons citer une partie du communiqué de résultats du 2^{ème} trimestre du groupe BNP Paribas, publié le 1 août 2007 :

« BNP Paribas, grâce à la bonne qualité de son fonds de commerce et à une politique de risque prudente, n'est pas directement impacté par la crise actuelle du " sub-prime " ni par les tensions dans le marché des LBOs. La qualité de la gestion des risques de BNP Paribas a été soulignée par l'agence de notation Standard and Poor's le 10 juillet lors de l'annonce du rehaussement de la note de BNP Paribas à AA+. Cette note place BNP Paribas parmi les six grandes banques les mieux notées au monde¹⁸⁹. »

Tout cela pour ensuite expliquer le 9 août 2007 :

« Pour préserver l'intérêt et l'égalité des porteurs de parts dans ces circonstances exceptionnelles, et conformément à la réglementation en vigueur, BNP Paribas Investment Partners a décidé de suspendre temporairement le calcul de la valeur liquidative et, par conséquent, les souscriptions/rachats des fonds suivants : Parvest Dynamic ABS à compter du 7 août 2007, 15h (heure du Luxembourg) BNP Paribas ABS Euribor et BNP Paribas ABS Eonia à compter du 7 août 2007, 13h (heure de Paris)¹⁹⁰. »

La plus ancienne des études portant sur la qualité des prévisions boursières date de 1933 ; elle est le fruit des recherches de Cowles¹⁹¹. Dans cette étude, l'auteur montre que sur une période de quatre années et demie, les professionnels de Wall Street et les prévisionnistes ont fait moins bien que le *Dow Jones Industrial Average*, et que leurs prévisions n'étaient pas meilleures que le hasard (figure 16).

¹⁸⁸ Montier, J. (2009). Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment. John Wiley & Sons Inc. p. 17.

¹⁸⁹ BNP Paribas. (2007). Groupe bnp paribas : résultats au 2ème trimestre 2007. Source : <http://www.leguideboursier.com>: <http://www.leguideboursier.com/communique-groupe-bnp-paribas-resultats-au-2eme-trimestre-2007-2007080115270.php>

¹⁹⁰ BNP Paribas. (2007). Groupe bnp paribas : bnp paribas investment partners suspend temporairement le calcul de la valeur liquidative des fonds parvest dynamic abs, bnp paribas abs euribor et bnp paribas abs eonia. Source : <http://www.leguideboursier.com>: <http://www.leguideboursier.com/communique-groupe-bnp-paribas-bnp-paribas-investment-partners-suspend-temporairement-le-calcul-de-la-valeur-liquidative-des-fonds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-et-bnp-paribas-abs-eonia-2007080910009.php>

¹⁹¹ Cowles, A. (1933). Can Stock Market Forecasters Forecast. *Econometrica*, vol. 1, n° 3, pp. 309-324.

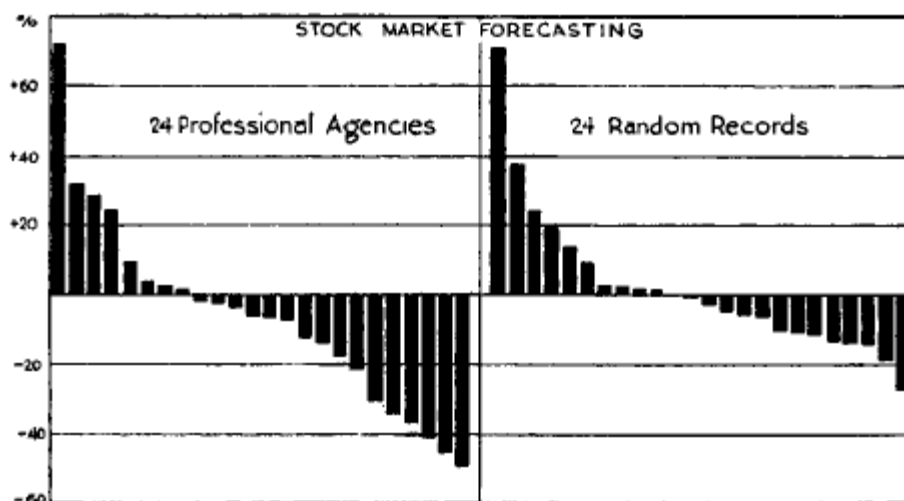


FIGURE 1

Figure 16 : Can stock market forecasters forecast (Cowles 1933)

Plus récemment et dans une étude appelée *Analyst Forecasting Errors and Their implications for Security Analysis*¹⁹², Dreman et Berry ont comparé 66 100 estimations de revenus trimestriels émanant d'analystes de Wall Street. La période analysée court du premier trimestre 1974 au premier trimestre 1991. Les conclusions sont qu'en moyenne, 56% des estimations se situent en dehors d'une fourchette d'erreur de 10% et $\approx 45\%$ sont en dehors d'une fourchette d'erreur de 15%. Les auteurs concluent en indiquant que l'erreur moyenne des prévisions des BPA¹⁹³ est trop élevée pour que les investisseurs se fient aux prévisions consensuelles comme déterminant majeur de l'évaluation des actions. Jones et Johnstone¹⁹⁴ ont quant à eux étudié les recommandations d'analystes avant la faillite de 118 entreprises pendant la période 2000-2010 (tableau 4). Ils ont constaté que 67,77% des analystes recommandaient soit d'acheter, soit de conserver au moment des faillites. Les résultats sont encore plus défavorables pour les entreprises américaines puisque le chiffre passe à 73,42%.

¹⁹² Dreman, D., & Berry, M. (1995). *Analyst Forecasting Errors and Their implications for Security Analysis*. Financial Analysts Journal, vol. 51, n° 3 pp. 30-41.

¹⁹³ BPA = Bénéfice Par Action

¹⁹⁴ Jones, S., & Johnstone, D. (2012). *Analyst Recommendations, Earnings Forecasts and Corporate Bankruptcy: Recent Evidence*. Journal of Behavioral Finance, vol. 13, n° 4, pp. 281-298.

TABLE 1
Distribution of Firm Failure Sample 2000–2010

Year	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	Total
U.S. Firm Failures	4	23	22	8	2	3	4	4	6	6	3	85
International Firm Failures	0	7	8	1	0	1	2	5	1	4	4	33
Total	4	30	30	9	2	4	6	9	7	10	7	118

Tableau 4 : Distribution des faillites

Une dernière étude de Dreman présentée dans *Value Investing Today* de Brandes¹⁹⁵ montre que les analystes ont prédit en moyenne un taux de croissance des bénéfices environ quatre fois supérieur aux données réelles observées entre 1982 et 2002. Les économistes ont prédit quant à eux une croissance trois fois supérieure à la réalité (tableau 5). Tout ceci peut s'expliquer par le fait que les analystes offrant des perspectives optimistes ont plus de chance d'être promus¹⁹⁶.

¹⁹⁵ Brandes, C. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill. p. 23.

¹⁹⁶ Hong, H., & Kubik, J. (2003). Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts. *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 1, pp. 313-351.

EXHIBIT 2-1 Congenital Optimism: Earnings Growth for the S&P 500 Index 1982–2002

Year	Analysts' Estimate	Economists' Estimate	Actual Growth
1982	26.2%	5.3%	–17.8%
1983	32.2%	24.7%	11.4%
1984	34.2%	27.7%	18.4%
1985	10.8%	12.9%	–12.2%
1986	22.8%	22.9%	–0.9%
1987	32.6%	18.8%	20.9%
1988	29.8%	14.5%	35.8%
1989	10.5%	4.4%	–3.7%
1990	13.8%	12.0%	–6.7%
1991	1.9%	6.7%	–25.2%
1992	38.0%	48.7%	19.5%
1993	22.8%	36.4%	14.7%
1994	38.9%	28.6%	39.8%
1995	10.9%	4.8%	11.0%
1996	18.2%	11.7%	14.1%
1997	13.7%	5.8%	2.6%
1998	13.6%	6.7%	–5.1%
1999	14.6%	4.5%	27.7%
2000	16.0%	0.0%	3.8%
2001	16.0%	7.7%	–50.6%
2002	17.0%	10.1%	13.4%
Average	20.7%	15.0%	5.3%

Sources: David Dreman; Standard & Poor's; First Call.

Tableau 5 : Comparaison des prévisions des analystes et économistes avec la réalité¹⁹⁷

De plus, et sans remettre en cause le terme « responsable » de l'ISR, il est possible de mettre en avant le manque de compréhension de la part de certains investisseurs quant à l'existence du lien entre gestion du risque d'investissement et responsabilité fondamentale de l'investisseur.

¹⁹⁷ Dreman, D., & Berry, M. (1995). Analyst Forecasting Errors and Their implications for Security Analysis. Financial Analysts Journal, vol. 51, n° 3 pp. 30-41.

§ 3 Les dangers de la sur-diversification

La diversification consiste à investir dans plusieurs classes d'actifs, ou dans plusieurs actions différentes, dans le dessein de limiter les risques. L'un des principes philosophiques en substruction de la diversification repose sur le fait que la plupart des investisseurs prônant ce style de gestion estiment que les risques sont exogènes, alors qu'ils sont réellement bien souvent endogènes. Un des autres principes repose sur l'ambition des gérants de ne pas sous-performer leur indice de référence.

En vérité, l'ambition n'est pas la recherche d'une performance absolue, mais la recherche d'une performance relative. Si un gérant connaît les entreprises en portefeuille par son analyse fondamentale, la diversification exagérée sera inutile, voire source de sous-performance. L'étude de Cohen, Polk et Silli¹⁹⁸ en est une preuve. D'après celle-ci, la recherche d'une performance relative est l'une des sources de la médiocre performance de certains gestionnaires d'actifs. Les auteurs de cette étude relativisent toutefois en indiquant que la faute n'incombe pas aux insuffisantes capacités des gérants, mais à des facteurs institutionnels souhaitant une sur-diversification des actifs. Comme l'a dit Buffett, « la diversification est une protection contre l'ignorance. Cela n'a guère de sens si vous savez ce que vous faites ».

Vraisemblablement, la diversification est utile jusqu'à une détention moyenne autour de trente entreprises en portefeuille. En effet, une étude menée par Fisher et Lorie¹⁹⁹ indique qu'un portefeuille contenant 32 actions (sélectionnées au hasard) réduit la distribution de 95%. Evans et Archer²⁰⁰ vont encore plus loin en expliquant que 8 à 10 titres suffisent à réduire le risque d'investissement. En fait, il existe bon nombre d'études montrant qu'une sélection de 6 à 15 actions suffisent à une bonne diversification (Jennings²⁰¹ ; Fielitz²⁰² ; Bird et Tippet²⁰³ ; Brands et Gallagher²⁰⁴).

¹⁹⁸ Cohen, R., Polk, C., & Silli, B. (2009). Best Ideas. Harvard.

¹⁹⁹ Fisher, L., & Lorie, J. (1970). Some Studies of Variability of Returns on Investments in Common Stocks. *The Journal of Business*, vol. 43, n° 2, pp. 99-134.

²⁰⁰ Evans, J., & Archer, S. (1968). Diversification and the reduction of dispersion: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, vol. 23, n° 5, pp. 761-767.

²⁰¹ Jennings, E. (1971). An Empirical Analysis of Some Aspects of Common Stock Diversification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 6, n° 2, pp. 797-813.

²⁰² Fielitz, B. (1974). Indirect versus direct diversification. *Financial Management*, vol. 3, n° 4, pp. 54-62.

²⁰³ Bird, R., & Tippet, M. (1986). Naive Diversification and Portfolio Risk-A Note. *Management Science*, vol. 32, n°2, pp. 244-251.

²⁰⁴ Brands, S., & Gallagher, D. (2005). Portfolio Selection, Diversification and Fund-of-Funds : A Note. *Accounting & Finance*, vol. 45, n° 2, pp. 185-197.

Dans un article publié dans l'ouvrage *An Investor's Anthology*, Loeb²⁰⁵ exprime cette même vision en indiquant que la manière la plus sensée de gérer son capital est de le concentrer dans de bonnes situations d'investissement. Au-delà, le gestionnaire ne cherche qu'à éviter de s'éloigner de son benchmark, c'est-à-dire qu'il cherche principalement une performance relative. Pour retranscrire plus précisément les écrits de Loeb, nous devons admettre qu'il conseille tout de même à l'investisseur novice, c'est-à-dire non professionnel, de pratiquer une diversification orthodoxe²⁰⁶.

La volatilité et la diversification, principes prônés par les théoriciens classiques de la finance, semblent en fait être les principales sources de la sous-performance de certains gérants, mais aussi et surtout de crises financières importantes, ce que fait ressortir le rapport *post bulle* internet de la Banque de France²⁰⁷. Nous pouvons également citer Buffet :

*« Nous rejetons la théorie de la diversification. Les pontes de la finance disent que notre stratégie est plus risquée que celle d'investisseurs traditionnels. Nous ne sommes absolument pas d'accord. Nous pensons que notre stratégie, qui consiste à être sélectif dans nos choix, diminue le risque, car elle nous incite à être confiant et sérieux dans chacun de nos choix »*²⁰⁸.

§ 4 L'impossibilité de la gestion indicielle responsable

Dans le domaine de l'investissement, il est avantageux de concevoir que surperformer le marché n'est pas chose aisée, mais qu'un bon investissement, à la fois d'un point de vue financier et extra-financier, est forcément un investissement possédant une vision à long terme. Comme l'affirmait Graham, aucun investisseur sérieux ne peut croire que les variations quotidiennes ou mensuelles des cours font de lui un homme plus riche ou plus pauvre.

Dès maintenant, nous pouvons faire ressortir trois principaux styles de gestion de portefeuille actions. Le style indiciel, le style croissance, et le style valeur. Nous verrons par la suite les styles croissance et valeur. Attardons-nous ici sur le style indiciel.

Avant toute chose, il convient de définir et de comprendre ce style de gestion. Un fonds indiciel est un fonds achetant toutes les actions cotées sur une bourse chaque jour, et investit sur elles

²⁰⁵ Loeb, G. (1989). Is there an Ideal Investment ? Some "don'ts" in Security Programs What to Buy-and when Diversification of Investments. Dans C. Ellis, & J. Vertin, *An Investor's Anthology. The Most Interesting Ideas and Concepts from the Literature of Investing* (pp. 266-276). The Institute of Chartered Financial Analyst.

²⁰⁶ Loeb, G. (1965). *The Battle For Investment Survival*. Fraser Publishing Company. p. 120.

²⁰⁷ Banque de France. (2002). Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière. Bulletin de la Banque de France, n° 102, pp. 37-46.

²⁰⁸ Buffett, W. (2009). Les écrits de Warren Buffett. Valor Éditions. p. 123.

au quotidien le même pourcentage en actions que la valeur relative de la capitalisation boursière de chaque entreprise par rapport à la capitalisation boursière totale du marché des valeurs de cette bourse. Pour simplifier, nous pouvons suivre la définition offerte par le créateur du premier fonds indiciel : « Le fonds indiciel est un panier (portefeuille) qui contient une grande quantité d'œufs (valeurs) conçu pour imiter la performance globale de n'importe quel marché financier ou secteur de marché²⁰⁹ ». C'est une gestion dite passive, reflétant un marché, un pays ou un ensemble quelconque. Le principe d'investissement indiciel ne nécessite pas de frais de recherche, cela permet donc de réduire les coûts et par logique les frais de gestion. Cette typologie d'investissement suppose une efficience des marchés financiers et l'impossibilité pour l'investisseur de surperformer ceux-ci. Pour les investisseurs indiciels, il est donc injustifié de faire de la recherche et de multiplier les dépenses afin de surperformer les indices. Thorp²¹⁰ explique ce point de vue en affirmant que la plupart des conseils et des recommandations que l'on peut lire n'ont strictement aucune valeur.

La gestion indicielle étant définie, il convient de s'interroger sur le fait de savoir si un investissement indiciel peut être un investissement responsable. La question principale ne repose pas essentiellement sur les actions ou les obligations en portefeuille (puisqu'ils représentent l'ensemble du marché), mais sur le comportement du gérant de fonds. De base, il paraît difficilement concevable d'associer une gestion indicielle à une gestion de conviction. Une gestion indicielle est tout le contraire d'une gestion de conviction basée sur une analyse approfondie des entreprises. L'investisseur ne se considère pas comme propriétaire d'une part d'entreprise, mais simplement comme une personne cherchant à répliquer un marché dans son ensemble. Le gérant ne joue plus le rôle pivot de propriétaire, mais uniquement le rôle d'une personne cherchant à bénéficier des variations boursières.

L'investisseur réfléchissant aura énormément de difficultés à considérer qu'un portefeuille d'investissement est responsable, ou socialement / socialement responsable, s'il n'a aucune conscience de son rôle majeur dans la société. Un minimum de clairvoyance fait apparaître qu'une gestion indicielle est à l'opposé d'un investissement responsable de conviction.

Il existe deux principales raisons amenant à la conclusion qu'une gestion indicielle ne peut pas être caractérisée de socialement / socialement responsable. La première, et sans doute la plus simple, est qu'il n'est pas possible de suivre un indice en excluant une partie des titres entrant

²⁰⁹ Bogle, J. (2008). *Le petit livre pour investir avec bon sens*. Valor Éditions .p. 13

²¹⁰ Thorp, E. (2018). *L'homme de tous les marchés*. Valor Éditions

dans sa composition. En effet, si l'investisseur décide de respecter le principe d'exclusion²¹¹, il s'écarte forcément de son indice. *Idem* pour l'intégration des critères ESG²¹². Cette raison s'étañonne sur le pilier de la prise en compte des critères extra-financiers. La seconde raison de l'impossibilité d'une gestion indicielle responsable est échafaudée sur le pilier du comportement du gérant. Si « M.Marché » décide de faire augmenter le poids d'une société dans l'indice, tout en omettant de respecter les fondamentaux financiers, le portefeuille indiciel devra le suivre. En plus de ne pas respecter le principe d'utilité, ce comportement favorise l'irrationalité du marché. Si un acteur majeur décide d'un arbitrage, c'est tout le marché qui va le suivre, le fonds indiciel avec. Cette attitude favorise la volatilité, la vision myope, et peut être un facteur de bulle ou de crise financière²¹³. Aujourd'hui, le risque est que, d'après certains acteurs de marché, il est tout à fait possible d'ignorer le rôle du capitaliste, d'ignorer les fondamentaux économiques, d'ignorer la bonne conduite des entreprises, tout en étant responsable. Effectivement, d'après Hoogveld²¹⁴, gestion indicielle et investissement responsable vont de pair. Bien entendu, aucune justification, hormis le respect de certains critères ESG, ne vient étayer son propos. Le risque avec ce genre de raisonnement n'est pas à négliger. Le péril majeur est que ce style de gestion devienne la norme. Paquier indique qu'« aux États-Unis, depuis le 9 octobre 2019, les encours en gestion indicielle actions dépassent ceux des fonds gérés activement en rassemblant 51% des volumes sous gestion contre 49%, soit 4346 milliards de dollars contre 4175 milliards²¹⁵ ».

§ 5 Stratégie d'investissement dans la croissance

Dans son ouvrage de référence, Graham réfléchit longuement au sujet de l'investissement dans les titres de croissance. Certains enseignements offerts par son expérience (entre l'obtention de son diplôme en 1914 et la dernière édition corrigée de l'investisseur intelligent en 1973), laissent une fondation non négligeable pour la compréhension de l'investissement dans les titres de sociétés.

Avant d'aller plus en profondeur dans la compréhension de l'investissement appelé « croissance » ou « growth », il est essentiel de faire ressortir une définition intelligible. Graham explique que « le qualificatif valeur de croissance est utilisé pour tout titre dont le taux de

²¹¹ Exclure les entreprises les moins « responsables » de son univers d'investissement.

²¹² ESG : notation d'une entreprise sur la base de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

²¹³ Voir les conclusions du rapport de la « Presidential Task Force on Market Mechanisms », plus connu sous le nom de « commission Brady ».

²¹⁴ Hoogveld, F. (2019). ETF, une solution pour l'investissement responsable. L'Agefi Hebdo, n° 682, p. 24.

²¹⁵ Riochet, V. (2019). ETF Le rouleau compresseur. L'Agefi Hebdo, n° 682, pp. 20-22.

croissance des bénéfices (historique et prévisionnel) est très supérieur à celui du marché²¹⁶ ». Graham affine son explication en citant divers critères liés à ce type d'investissement. Tout d'abord, les entreprises bénéficiant d'une croissance forte ou étant placées en amont d'une prévision de croissance supérieure au marché, sont valorisées avec des multiples financiers élevés. Ceci en fait donc un investissement risqué, de par l'achat à un prix supérieur à la réalité économique actuelle de l'entreprise. En poursuivant le raisonnement développé depuis le début de cette thèse, il est possible de considérer que ce type d'investissement ne relève pas réellement d'un investissement, mais plutôt d'un comportement spéculatif. L'acheteur de ce type de valeur se désintéresse du prix d'achat et espère, fait des prévisions, spéculé, au sujet des sentiments futurs des autres acteurs du marché, ou éventuellement des résultats futurs liés à une croissance soutenue.

Même si ce spéculateur est plus intelligent, ou bénéficie de plus de chance que les autres spéculateurs, il se retrouvera face à deux autres difficultés. Première difficulté, « Une croissance particulièrement forte tend à s'essouffler. En effet, la taille devient un handicap pour continuer de croître au même rythme. À un moment donné, le taux de croissance diminue, jusqu'à se retourner²¹⁷ ». Franklin l'expliquait dès le XVIII^{ème} siècle, « soleil du matin ne dure pas tout le jour²¹⁸ ».

Seconde difficulté : « *Les actions affichant de belles performances et de bonnes perspectives se vendent déjà à des prix reflétant cela. Les perspectives peuvent se révéler exactes, sans pour autant que le titre enregistre une belle performance, car l'investisseur a déjà payé (ou même surpayé) ces perspectives*²¹⁹. »

En tant qu'investisseur responsable, l'important est de s'assurer de ne pas surestimer la croissance future, au risque de créer des bulles, ou même des situations de survalorisations pouvant se conclure par un douloureux retour à la réalité économique. Le rapport sur la stabilité financière dans le monde du Fonds Monétaire International va dans ce sens en expliquant qu'il est important d'empêcher le financement excessif des marchés financiers²²⁰. Comme nous l'avons vu précédemment, la cause majoritaire entraînant un Krach boursier, néfaste à la

²¹⁶ Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions. p. 109.

²¹⁷ *Ibidem.*, p. 142.

²¹⁸ Franklin, B. (1884). *La science du bonhomme Richard et conseils pour faire fortune*. Limoges: E.Ardant. p. 40.

²¹⁹ Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions. p. 142.

²²⁰ Fonds Monétaire International. (2017). *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*.

société, n'est autre que la spéculation émanant d'une confiance trop grande en l'avenir. Buffett exprime le risque des prévisions de croissance comme suit :

« Nous estimons qu'il est fallacieux et dangereux pour un dirigeant de prédire le taux de croissance de sa société. Bien sûr, certains sont poussés à le faire par leurs analystes et par leur direction financière. Ils devraient savoir résister, car leurs prévisions sont souvent à l'origine des problèmes à venir²²¹. »

Si même un membre de la direction de la société ne peut objectivement prévoir précisément la croissance future de celle-ci, il apparaît complexe pour une personne externe à l'entreprise de proposer une prévision prudente de la croissance. Tout l'art d'un bon investissement repose sur une analyse financière raisonnable et responsable. Toutefois, il s'avère que le développement de la gestion « croissance » s'est effectué en substruction de nouvelles méthodes d'analyse financière. Nous écartons ici l'analyse graphique, que nous estimons totalement irresponsable face à l'économie en générale, mais aussi et surtout face aux entreprises (Schwed²²²). Comme l'indique Graham, l'émergence accrue de méthodes mathématiques complexes fait suite à une tentative de justification du prix d'achat de titres de croissance.

« Ces techniques d'évaluation mathématiques priment sur les autres méthodes dans un domaine où nous devrions les prendre avec la plus grande circonspection. En effet, plus l'évaluation d'une action dépend de prévisions, moins elle est fonction de performances historiques avérées et donc, plus cette évaluation est vulnérable aux erreurs de calcul et aux hypothèses fallacieuses²²³. »

Montier appuie cette vision en affirmant que « dans le monde de la finance moderne, l'amour des chiffres a remplacé l'esprit critique « ... » Nous devons tous être sur nos gardes contre le déploiement artificiel de nombres sans signification²²⁴ ». Il précise plus loin dans son ouvrage *Value Investing* que Antunes a examiné la qualité des prévisions à court terme des analyses :

« L'erreur moyenne de prévision sur 24 mois est d'environ 93%, l'erreur de prévision moyenne sur 12 mois est d'environ 45%. Mon travail sur les prévisions à long terme n'est pas plus gentil

²²¹ Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). *Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers*. Valor Éditions. p. 63.

²²² Schwed, F. (2003). *Mais où sont les yachts des clients ?* Les Éditions du Siècle.

²²³ Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions. p. 232.

²²⁴ Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment*. John Wiley & Sons Inc. p. 29.

*avec les analystes, ils ne sont pas meilleurs pour prévoir la croissance à long terme qu'ils ne le sont pour la croissance à court terme*²²⁵. »

Comme le disait Benjamin Franklin, « Oh qu'il est commode d'être un animal raisonnable, qui connaît ou invente un prétexte plausible pour tout ce qu'il a envie de faire !²²⁶ ».

L'histoire des prévisions économiques et boursières nous apprend à devenir humbles sur les spéculations faites au sujet du futur. Taleb l'a décrit, les événements ayant une faible probabilité de se dérouler et qui se réalisent, entraînent des conséquences d'une portée considérable et exceptionnelle²²⁷. Cela vaut pour l'ensemble des domaines de la vie, la bourse n'y est pas étrangère. Comme le dit Montier, « Malheureusement, 80% à 90% du temps engagé dans les processus d'investissement tournent autour des prévisions²²⁸ ». Pourtant, à la vue de la figure 17, nous sommes en droit de nous poser la question de l'utilité de ces prévisionnistes. Il semble important de noter que nous parlons d'économie, donc des actions humaines. Une récente étude menée par des chercheurs de l'Université de Princeton et publiée par 112 co-auteurs prouve que même avec le *machine learning* et l'IA²²⁹, les événements uniques sont presque totalement imprévisibles. En fait, cette étude montre que même l'IA est très loin d'être omnisciente, elle fait à peine mieux qu'un modèle composé de quatre paramètres²³⁰.

²²⁵ *Ibidem.*, p. 49.

²²⁶ Franklin, B. (2013). *Moi, Benjamin Franklin. Citoyen du monde, homme des Lumières. Autobiographie et textes scientifiques réunis et commentés par Audouze, J.* Dunod. p. 59.

²²⁷ Taleb, N. (2010). *Le cygne noir*. Les belles lettres.

²²⁸ Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment*. John Wiley & Sons Inc. p. 11.

²²⁹ Intelligence Artificielle : elle consiste à mettre en œuvre des techniques dans le but de permettre aux machines d'imiter une intelligence réelle ou humaine.

²³⁰ Salganik, M. (2020). Measuring the predictability of life outcomes with a scientific mass collaboration. Source: [www.pnas.org: https://www.pnas.org/content/117/15/8398](https://www.pnas.org/content/117/15/8398)

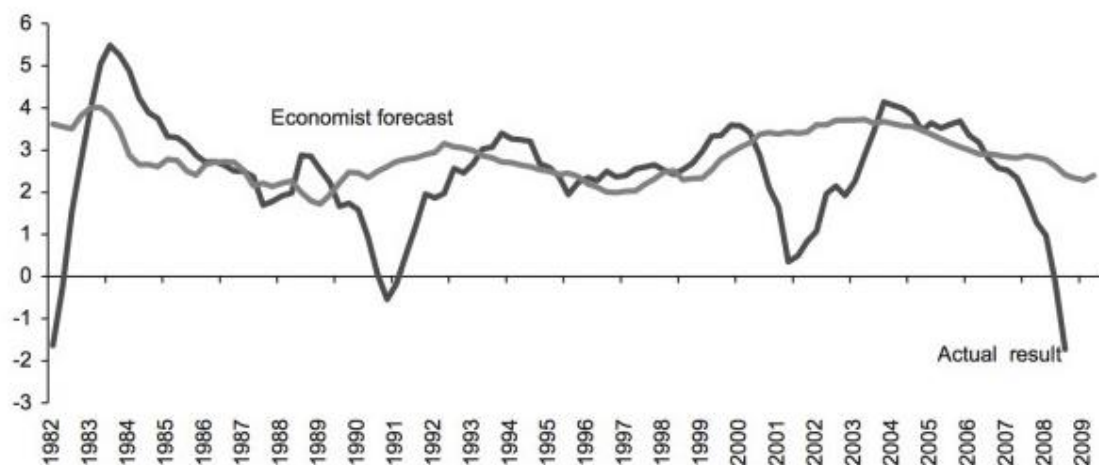


Figure 17 : Les économistes sont inutiles pour prévoir le PIB américain (% 4q mav)²³¹

De façon plus contemporaine, nous pouvons lire sur la première page du journal des finances *Investir* daté du 22 février 2020, « CONFIANCE. La Bourse croit toujours à un rebond d'activité en Chine²³² » pour ensuite lire sur la même page du 29 février « La plus mauvaise semaine depuis 2008 -11.9%. Pourquoi le virus s'attaque à la Bourse²³³ ». Aïmar n'a sans doute pas tort lorsqu'il exprime que « l'opinion est gouvernée par le nombre et le bruit, et non par le raisonnement et la clarté²³⁴ ».

En fait, l'important est de se rappeler qu'un « bon investissement » est l'achat « d'une bonne entreprise au bon prix ». Bien que l'entreprise soit qualitative en présentant une croissance exceptionnelle, il faut toujours considérer le niveau de valorisation. Il apparaît nécessaire de se rappeler des cas semblables par le passé. Comme les « Nifty 50 » et leurs prix au début des années 70. Les prévisions de croissances se sont avérées justes. Le seul problème était que le prix payé était déjà trop élevé pour justifier une progression du cours de bourse. Les entreprises ont donc continué d'être florissantes, mais le cours de bourse s'effondra dans les années 80, pour sous-performer le marché. De Prémourel-Higgon présente assez bien cela en affirmant que :

« La plupart des investisseurs oublie que personne n'a déterminé des facteurs quantifiables permettant d'établir pourquoi certaines entreprises croissent plus vite que d'autres, c'est-à-

²³¹ Montier, J. (2009), *Ibidem*

²³² n° 2407 du 22 février 2020

²³³ n° 2408 du 29 février 2020

²³⁴ Aïmar, T. (2019). Hayek. Du cerveau à l'économie. Paris : Michalon Éditeur, p. 67.

*dire une théorie de la croissance des entreprises ou a contrario une théorie permettant de déterminer quelles entreprises feront moins bien que la moyenne*²³⁵. »

Il estime par ailleurs qu'il est quasiment impossible de déterminer à l'avance la croissance des sociétés cotées²³⁶. En outre, nous pouvons nous référer aux écrits de Schwed :

*« Ces types d'investissements considérés comme « les meilleurs » changent selon les périodes. L'erreur pathétique sur laquelle ils reposent réside dans le fait que les valeurs considérées comme les meilleurs soient tout simplement les valeurs les plus populaires, les plus actives, celles dont on parle le plus, les plus poussées, et par conséquent, les plus chères du moment. C'est vraiment un phénomène de mode, comme les chapeaux d'Eugénie ou les moustaches lustrées*²³⁷. »

Si toutefois les enseignements de Graham, considéré comme un investisseur dans la valeur et non dans la croissance, ainsi que les faits historiques avérés ne permettent pas au lecteur de bien comprendre les risques liés à la gestion croissance, nous pouvons nous intéresser aux travaux de Fisher, et principalement à son ouvrage *Actions ordinaires et profits extraordinaires*. Fisher confirme les explications de Graham au sujet des prévisions :

*« L'investisseur moyen est tellement habitué à avoir des prévisions économiques à sa disposition qu'il risque de leur accorder une trop grande confiance. Si c'est le cas, je lui suggère de reprendre les prévisions éditées chaque année dans le Commercial & Financial Chronicle pour une année prise au hasard depuis la deuxième Guerre Mondiale. J'ai l'impression qu'il apprendra beaucoup à revenir sur ces prévisions, même s'il a déjà bien conscience de leurs limites*²³⁸. »

Il va encore plus loin en considérant : « Autre phénomène surprenant, c'est de voir combien les arguments présentés paraissent solides et convaincants au moment où ils furent écrits. C'est plus particulièrement vrai de certaines prévisions qui se sont avérées être parmi les plus fausses ». Après avoir probablement éteint tout espoir de prévisions boursières et / ou économiques sans risque, Fisher estime que l'investissement doit d'abord et avant tout être lié à la nature même des entreprises et non à la macro-économie. Là où pour Graham, l'évaluation d'entreprise se fait majoritairement par des critères financiers quantitatifs, pour Fisher, la

²³⁵ De Prémorel-Higgons, W. (2003). L'investissement valeur : Go for Value. Analyse Financière, n° 8, pp. 21-23.

²³⁶ De Prémorel-Higgons, W. (2001). Profession: Investisseur "Value". Analyse Financière, n° 1, pp. 45-46.

²³⁷ Schwed, F. (2003). Mais où sont les yachts des clients ?. Les Éditions du Siècle. p. 127.

²³⁸ Fisher, P. (2016). *Actions ordinaires et profits extraordinaires*. Valor Editions. p. 89.

meilleure méthode d'évaluation est la conclusion d'une étude composée de 15 questions qualitatives :

- Est-ce que l'entreprise a des produits ou des services représentant un potentiel de marché suffisant pour permettre une croissance significative des ventes pendant plusieurs années au moins ?
- Le management a-t-il la détermination de continuer à développer des produits ou des procédés de fabrication qui vont augmenter encore plus le potentiel total des ventes une fois que le potentiel de croissance des lignes de produits actuellement les plus intéressantes aura été largement exploité ?
- Quelle est l'efficacité des efforts de recherche et développement de l'entreprise par rapport à sa taille ?
- L'entreprise a-t-elle une organisation des ventes meilleure que la moyenne ?
- L'entreprise dégage-t-elle une marge bénéficiaire suffisante ?
- Que fait l'entreprise pour entretenir ou améliorer ses marges ?
- L'entreprise a-t-elle de très bonnes relations avec son personnel ?
- L'entreprise a-t-elle de très bonnes relations avec les cadres dirigeants ?
- L'entreprise a-t-elle un management aux compétences étendues ?
- Quelle est la qualité de la comptabilité analytique et du contrôle budgétaire de l'entreprise ?
- Existe-il d'autres aspects de l'affaire, spécifiques au secteur qui nous intéresse, qui donneront à l'investisseur des indications importantes sur la façon dont se mesure l'entreprise par rapport à la concurrence ?
- L'entreprise a-t-elle une vision à court terme ou à long terme de sa rentabilité ?
- Dans un avenir prévisible, le financement de la croissance de l'entreprise exigera-t-il suffisamment d'appels au marché pour que les nouvelles actions annulent par leur nombre une grande partie des profits que les actionnaires historiques auraient pu tirer de leurs anticipations ?
- Le management parle-t-il librement aux investisseurs sur les opérations engagées par l'entreprise tant que tout se passe bien mais « la boucle-t-il » quand arrivent problèmes et mauvaises surprises ?
- Les dirigeants de l'entreprise sont-ils d'une intégrité absolue ?

Les critères développés par Fisher sont des critères utiles, mettant en avant une corrélation entre la décision d'investissement et les fondamentaux des entreprises. Pourtant, le concert de cette

réflexion générale remet clairement en doute l'association d'une gestion croissance avec le principe de responsabilité. Cette réflexion montre une fois de plus que l'investissement socialement responsable contemporain souffre d'une absence de prise en compte des décisions d'investissement du gérant, provenant du « process » de la société de gestion, ou de la méthodologie du gérant.

§ 6 Stratégie d'investissement dans la valeur

L'investissement dans la valeur ou *value-investing* est un style de gestion développé par Benjamin Graham. Marqué par la crise financière de 1929, durant laquelle il perd une grande partie de son patrimoine, Graham cherche à développer une gestion le préservant au maximum des aléas des marchés financiers. C'est en 1934 avec *Security Analysis* qu'il présente son approche d'investissement, le *value-investing*. Pour bien comprendre ce style de gestion, il convient d'exprimer ses trois principaux fondements :

- Les marchés financiers sont comme un homme ayant des mouvements d'humeur (« M.Marché »). Un jour il sera totalement dépressif et sous évaluera les actions, un autre jour il sera euphorique et sera prêt à payer très cher une action.
- Bien que le cours des actions varie fortement, une action dispose d'une valeur sous-jacente, d'une valeur intrinsèque, liée à ses fondamentaux financiers.
- Le seul et unique moment pour acheter une action est lorsque le prix proposé par « M.Marché » est inférieur à la valeur intrinsèque de celle-ci. C'est le principe de marge de sécurité²³⁹.

Greenwald, Kahn, Sonkin et van Biema expliquent simplement la méthodologie comme la suivante :

« L'investisseur choisissant de placer dans la valeur estime d'abord la valeur fondamentale de l'actif puis la compare au cours que M.Marché propose. Si le cours est plus faible que la valeur estimée d'un montant au moins égal à la marge de sécurité, l'investisseur se porte acheteur²⁴⁰. »

²³⁹ Benjamin Graham ne croit pas pouvoir justifier d'un prix exact, d'une valeur intrinsèque précise. Pour contrer ce problème il développe le terme de marge de sécurité ou marge de sûreté. Le principe repose sur un fait. En voyant une personne on ne connaît pas sa taille exacte, cependant on peut affirmer qu'elle fait plus ou moins de 1m.

²⁴⁰ Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P., & van Biema, M. (2002). *Investir dans la valeur : de Benjamin Graham à Warren Buffett et même au-delà*. Valor Editions. p. 26.

Graham définissait ce genre d'investissement par une métaphore particulière, soit la recherche d'un billet de 1\$ au prix de 50 cents. Cette philosophie d'investissement peut être caractérisée par l'agnosticisme dans la théorie de l'efficacité des marchés. La citation de Buffett résume assez bien cela :

« Je suis convaincu qu'il y a beaucoup d'inefficacité sur le marché. Ces investisseurs de Graham-et-Doddsville ont réussi à exploiter les écarts entre prix et valeur. Lorsque le prix d'une action peut être influencé par un "troupeau" à Wall Street avec des prix fixés à la marge par la personne la plus émotive, ou la personne la plus gourmande, ou la personne la plus déprimée, il est difficile de prétendre que le marché fixe toujours le prix rationnellement. En fait, les prix du marché sont souvent absurdes²⁴¹. »

L'observation de la figure 18 montrant l'indice de la peur et de la cupidité sur le marché américain représente clairement ce que Buffett exprime. Tout comme la figure 19, qui affiche le bref krach du S&P 500 pendant la période d'apparition du COVID 19.

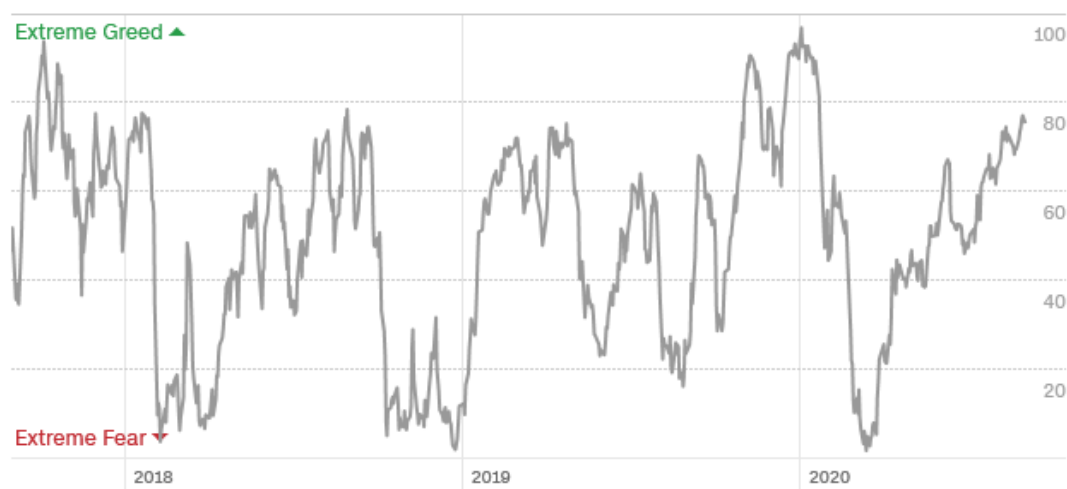


Figure 18 : Peur et cupidité au fil du temps²⁴²

²⁴¹ Connors, R. (2010). Warren Buffett On Business, Principles from the sage of Omaha. John Wiley & Sons, Inc. p. 233.

²⁴² <https://money.cnn.com/data/fear-and-greed/>



Figure 19 : S&P 500 volume et prix²⁴³

De plus, cette approche est en totale adéquation avec les travaux de l'école autrichienne d'économie : subjectivisme, relativisme, impossibilité de prévoir précisément l'avenir, analyse individuelle des acteurs économiques. Partant du précepte qu'il n'est pas possible, et dans tous les cas incertain, de prévoir les mutations technologiques, culturelles, sociales et économiques futures, cette philosophie d'investissement ne souhaite pas prendre en compte la macro-économie, mais se penche principalement sur la valorisation *Bottum-up* ou fondamentale des sociétés²⁴⁴. Ce style de gestion peut être caractérisé de *contrarian* car la recherche d'un prix inférieur à une valeur reflète le désintérêt de la masse des investisseurs envers un titre. C'est précisément ce désintérêt à court terme de la part du marché qui offre une opportunité d'achat sous la valeur intrinsèque estimée par l'investisseur.

²⁴³ Figure élaborée sur zonebourse.com

²⁴⁴ Graham, B., & Dodd, D. (2015). *Security analysis*. Valor Editions.

Buffett, influencé par son associé Munger, a fait évoluer ce style gestion en y incluant un critère qualitatif pour la croissance future. Buffett fait glisser un système pouvant être caractérisé d'investissement sur la base d'une importante sous-valorisation, vers un investissement dans une entreprise qualitative à un prix raisonnable. Bien que connu pour avoir fait évoluer l'approche de Buffett, Munger n'en reste pas moins attaché au principe de marge de sécurité. Comme le montre *Poor Charlie's Almanack*²⁴⁵, Munger se dit totalement influencé par les réflexions de Franklin, notamment au sujet des finances. Nous pouvons mettre en avant que l'approche de Franklin peut être rapprochée de celle de Graham. Dans « Le sifflet, ou les dépenses inutiles » de *La science du Bonhomme Richard*, Franklin offre un conseil fondamental : ne pas payer trop cher une chose. Il va même plus loin avec cette explication : « Enfin, j'ai conçu que la plus grande partie des malheurs de l'espèce humaine viennent des estimations fausses qu'on fait de la valeur des choses, de ce qu'on donne trop pour les sifflets²⁴⁶ ».

Nous pouvons cependant noter une différence d'approche entre le partenariat Munger / Buffet et Graham. Graham se souciait majoritairement de l'analyse du bilan de l'entreprise pour son calcul de la valeur intrinsèque par une méthodologie de l'actif net comptable, tandis que Buffett cherche un bilan sain et stable tout en y associant une croissance durable des BNA²⁴⁷. L'ouvrage *What Works on Wall Street* de O'Shaughnessy constitue une source de données importante afin de constater la performance de certains indicateurs financiers. La figure 20 permet d'observer l'évolution d'un investissement de 10\$ du 31/12/1951 au 31/12/2003. L'investissement dans la valeur basée sur les fondamentaux semble la plus profitable à long terme. De plus, la réflexion menée dans la partie traitant de l'efficience des marchés peut être un complément de l'article de *The superinvestors of Graham-and-Doddsville*.

²⁴⁵ Munger, C. (2008). *Poor Charlie's Almanack : The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*, Expanded Third Edition By Charles T. Munger. Hardcover.

²⁴⁶ Franklin, B. (1884). *La science du bonhomme Richard et conseils pour faire fortune*. Limoges: E.Ardant. p. 59.

²⁴⁷ BNA = Bénéfices net par action

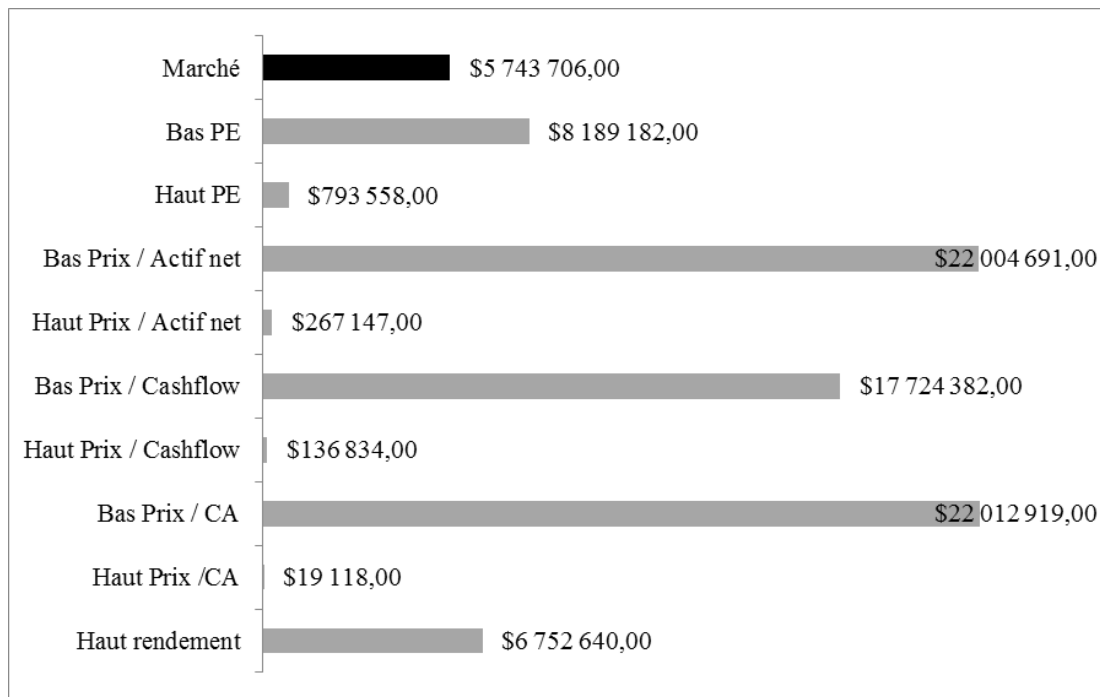


Figure 20 : « Ce qui marche à Wall Street »²⁴⁸

En outre, Basu²⁴⁹ observe en 1977 la sous-performance en relatif des entreprises dotées d'un PER élevé. Fama et French font une découverte identique, non pas en fonction du PER mais en fonction d'un haut ratio cours sur actif net dans leur article *The cross-section of expected stock returns*²⁵⁰.

Un autre aspect important de la performance boursière semble trop souvent oublié. Cet aspect est le rendement des actions, soit les dividendes. Une gestion *value* au sens de Graham permet non seulement d'acheter avec une décote, mais surtout de bénéficier d'un rendement important de ses investissements. Comme le montre Monnier²⁵¹, 62% de la performance du CAC 40 (dividendes réinvestis, depuis la création de l'indice fin 1987) sont effectués par les dividendes tandis que seulement 38% sont liés à la hausse des cours. C'est ce que Buffett appelle le miracle des intérêts composés, ou, que Einstein nomme la 8^{ème} merveille du monde : « Les intérêts composés sont la huitième merveille du monde. Celui qui les comprend les gagne... Et celui qui ne les comprend pas les paie ». Pour illustrer ces propos, nous pouvons comparer deux

²⁴⁸ O'Shaughnessy, J. (2005). *What Works on Wall Street*. Third Edition. p. 156.

²⁴⁹ Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios : A test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 3, pp. 663-682.

²⁵⁰ Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 47, n°2, pp. 427-465.

²⁵¹ Monnier, F. (2019). Le dividende, une composante essentielle. *Investir*, n° 2361, p. 2.

investisseurs différents. Monsieur A et Monsieur B ont 20 ans, ils décident d'investir chacun 100 euros sur un placement possédant un rendement annuel certain de 5%. La seule et unique différence étant que Monsieur A réinvestit ses intérêts, tandis que Monsieur B souhaite une distribution annuelle. Au bout de 5 années, Monsieur A aura obtenu 27,63€ et Monsieur B 25€. La différence sur cet horizon d'investissement est minime. À l'âge de 30 ans Monsieur A aura récolté 62,89€ et Monsieur B 50€ ; à l'âge de 40 ans 165,33€ par rapport à 100€ ; à l'âge de 50 ans Monsieur A possèdera 332,19€ et monsieur B 150€. Si le rendement annuel avait été de 10%, la différence serait encore plus marquante : à 60 ans Monsieur A aurait obtenu 4425,93€ et Monsieur B 400€. La force de l'effet « boule de neige » sur le long terme est indéniable (tableau 6 et figure 21).

Durée d'investissement	Monsieur A 5%	Monsieur B 5%	Monsieur A 10%	Monsieur B 10%
Investissement initial	100,00 €	100,00 €	100,00 €	100,00 €
5 ans	127,63 €	125,00 €	161,05 €	150,00 €
10 ans	162,89 €	150,00 €	259,37 €	200,00 €
20 ans	265,33 €	200,00 €	672,75 €	300,00 €
30 ans	432,19 €	250,00 €	1 744,94 €	400,00 €
40 ans	704,00 €	300,00 €	4 525,93 €	500,00 €

Tableau 6 : Comparatif des performances de Monsieur A et Monsieur B (élaboration propre)

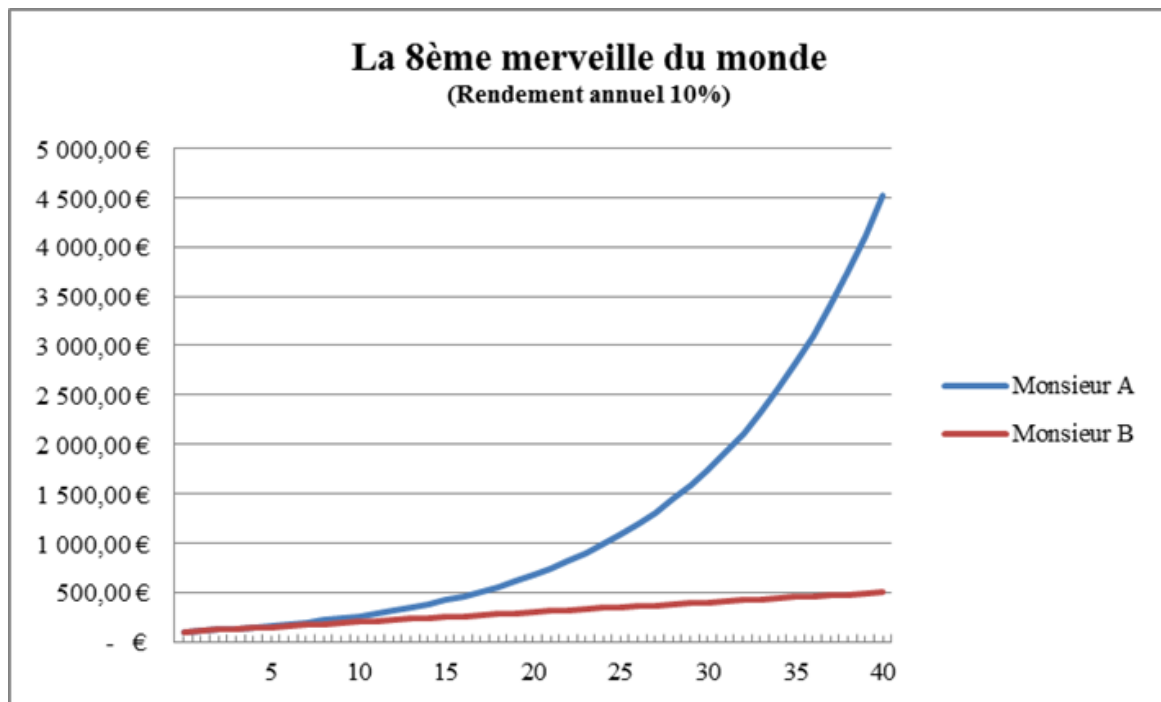


Figure 21 : L'effet boule de neige (élaboration propre)

Un élément important à prendre en compte pour bien comprendre le style de gestion *value* est la multitude des approches. Cet aspect est notamment évoqué dans le tableau 7, développé par Greenwald, Kahn, Sonkin et van Biema.

Les différentes approches de l'investissement dans la valeur		
Approche classique	Approche mixte	Approche moderne
Investisseurs		
Graham	Gabelli	Buffett
Tweedy Browne	Neff	Greenberg
Schloss & Schloss	Price	Ruane, Cuniff
Heine	Royce	
Heilburn	Greenblatt	
Klarman	Whitman	
Sonkin		
Critères		
Portefeuille diversifié	Valeur de remplacement	Portefeuille sélectif
Analyse succincte	Analyse détaillée	Analyse très approfondie
Sociétés peu présentables	Catalyseur	Possession de l'entreprise
Approche en aveugle	Valeur relative	Valeur caché de tous

Tableau 7 : Les différentes approches de l'investissement dans la valeur²⁵²

Nous pourrions mettre à jour ce tableau en recensant les « habitants de Graham and Doddsville » les plus manifestes tels que : Benjamin Graham / Walter Schloss / Max Heine / Robert Heilbrunn / Seth Klarman / Paul Sonkin / Christopher Bowne / Irving Kahn / Peter Cundill / Charles Brandes / Mason Hawkins / Thomas Forester / Frank Martin / Dennis Jean Jacques / Mario Gabelli / Michael Price / Chuck Royce / Joel Greenblatt / Martin Whitman / James O'Shaugnessy / Jean Marie Eveillard / Charles de Vaulx / William de Premorel Higgons / James Montier / Warren Buffett / Charlie Munger / William Ruane / Richard Cunniff / Monish Pabrai / Li Lu / Guy Spier...

Pour imager ces différences, nous pouvons nous attarder sur les différents critères utilisés par quelques investisseurs *value* de renom.

Approche classique : Benjamin Graham / Walter Schloss / Seth Klarman

Ce groupe d'investisseurs est resté très attaché aux premiers critères énoncés par Graham et Dodd dans *Security Analysis* puis dans *l'Investisseur Intelligent*. L'objectif principal est de trouver des entreprises valorisées sous l'actif net comptable (principe de marge de sécurité).

²⁵² Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P., & van Biema, M. (2002). Investir dans la valeur : de Benjamin Graham à Warren Buffett et même au-delà. Valor Editions. p. 189.

Pour bien comprendre les critères observés, nous pouvons nous référer à ceux sélectionnés ci-après.

Benjamin Graham

- Une taille adéquate (éviter les sociétés de petite dimension, risquant d'être confrontées à des difficultés).
- Une situation financière suffisamment solide (actif net $2 \times$ > passif circulant ; dettes financières LT < fonds de roulement net).
- Un versement ininterrompu du dividende pendant les 20 dernières années.
- Aucune perte depuis 10 ans.
- Un taux de croissance du BNA sur 10 ans d'au moins 33%.
- Un $PBR^{253} < 1,5$.
- Un PER^{254} calculé sur le résultat net moyen des 3 dernières années < 15 (toutefois un $PER < 15$ peut justifier un PBR plus élevé et inversement. $PER \times PBR < 22,5$).

Walter Schloss

Cette liste de critères qualitatifs et quantitatifs peut être appuyée par les facteurs connexes énoncés dans une lettre de Walter Schloss datant de 1994. L'ouvrage de Seth Klarman va globalement dans le même sens.

- *« Le prix est le facteur le plus important à utiliser par rapport à la valeur.*
- *Essayez d'établir la valeur de l'entreprise. N'oubliez pas qu'une action représente une partie d'une entreprise et n'est pas seulement un morceau de papier.*
- *Utilisez la valeur comptable comme point de départ pour essayer d'établir la valeur de l'entreprise. Assurez-vous que la dette ne correspond pas à 100% des capitaux propres (capital et excédent pour les actions ordinaires).*
- *Avoir de la patience. Les actions n'augmentent pas immédiatement.*
- *N'achetez pas pour des pourboires ou pour un mouvement rapide. Laissez les professionnels faire cela, s'ils le peuvent. Ne vendez pas de mauvaises nouvelles.*
- *N'ayez pas peur d'être solitaire, mais assurez-vous d'avoir raison dans votre jugement. Vous ne pouvez pas être sûr à 100%, mais essayez de chercher des*

²⁵³ PBR = Price to Book Ratio, c'est-à-dire Prix du marché sur valeur comptable. Il s'agit d'un critère permettant de juger le niveau de valorisation d'une entreprise.

²⁵⁴ PER = Price Earning Ratio, c'est-à-dire prix sur résultat net. Il s'agit là encore d'un critère permettant de juger le niveau de valorisation d'une entreprise.

faiblesses dans votre façon de penser. Achetez à grande échelle et vendez à grande échelle.

- *Ayez le courage de vos convictions une fois que vous avez pris une décision.*
- *Ayez une philosophie d'investissement et essayez de la suivre.*
- *Ne soyez pas trop pressé de vendre. Si le stock atteint un prix que vous pensez être juste, vous pouvez le vendre, mais souvent parce qu'une action progresse de 50%, les gens disent qu'il faut vendre et augmenter votre profit. Avant de vendre, essayez de réévaluer à nouveau l'entreprise et voyez où le titre se vend par rapport à sa valeur comptable. Soyez conscient du niveau de la bourse. Les rendements sont-ils faibles et les ratios P-E élevés. Les gens sont-ils très optimistes, etc.*
- *Lorsque j'achète une action, je trouve utile d'acheter près du plus bas de ces dernières années. Un titre peut aller jusqu'à 125, puis redescendre à 60 et vous pensez qu'il est attrayant. 3 ans avant que le titre ne se vende à 20, ce qui montre qu'il y a une certaine vulnérabilité.*
- *Essayez d'acheter des actifs à rabais plutôt que d'acheter des revenus. Les gains peuvent changer considérablement en peu de temps. Habituellement, les actifs changent lentement. Il faut savoir beaucoup plus sur une entreprise si l'on achète que des bénéfices.*
- *Écoutez les suggestions des gens que vous respectez. Cela ne signifie pas que vous devez les accepter. N'oubliez pas que c'est votre argent et qu'il est généralement plus difficile de garder de l'argent que de le gagner. Une fois que vous perdez beaucoup d'argent, il est difficile de le récupérer.*
- *Essayez de ne pas laisser vos émotions affecter votre jugement. La peur et la cupidité sont probablement les pires émotions à avoir en relation avec l'achat et la vente d'actions.*
- *Pensez aux intérêts composés. Par exemple, si vous pouvez gagner 12% par an et réinvestir l'argent, vous doublerez votre argent en 6 ans, hors taxes.*
- *Préférez les actions aux obligations. Les obligations limiteront vos gains et l'inflation réduira votre pouvoir d'achat.*
- *Faites attention à l'effet de levier.²⁵⁵»*

²⁵⁵ Schloss, W. (1994). Factors Needed to Make Money in the Stock Market. Walter & Edwin Schloss Associates.

Approche mixte ou Value-Quality de Joël Greenblatt

Greenblatt s'éloigne du principe de marge de sécurité ; il cherche simplement à bénéficier du meilleur mixte prix / rentabilité en fonction de ce qu'il trouve sur le marché. Il s'agit d'une stratégie dite *value-quality* dans le sens où elle vise à sélectionner des entreprises faiblement valorisées et qualitatives. La qualité est alors déterminée pour la rentabilité des activités de l'entreprise. Toutefois, cette stratégie permet d'investir sous la valorisation moyenne du marché. Les principes de l'approche mixte sont :

- Respecter une capitalisation boursière minimale
- Exclure les actions des sociétés financières et publiques
- Classer l'ensemble des sociétés dans l'ordre croissant en fonction du rendement sur les bénéfices (la plus rentable ayant la note de 1)
- Classer les entreprises en fonction du PER (le PER le plus bas ayant la note de 1)
- Sélectionner les entreprises ayant la somme la plus faible.
- Utiliser le modèle une fois par an pour sélectionner et vendre les entreprises ne répondant plus à ces critères.

Approche moderne : Warren Buffett / Charlie Munger

Il apparaît bien trop ambitieux de résumer en seulement quelques lignes, voire en quelques pages la stratégie de Warren Buffett et de Charlie Munger. Toutefois, nous pouvons exprimer le fait que Buffett fut un élève et reste un admirateur de son mentor Benjamin Graham. Bien qu'étant attaché au principe de marge de sécurité, Buffett connaît désormais une stratégie plus qualitative. En effet, Munger fit évoluer la stratégie d'investissement de Buffett en y incorporant des critères plus qualitatifs comme le principe de *moat* ou de barrière à l'entrée, notamment grâce aux travaux de Fisher²⁵⁶. Pour résumer très brièvement la stratégie de Buffett et de Munger, il est possible de dire qu'il ne s'agit pas simplement de l'achat d'une entreprise sous-valorisée mais de l'achat d'une entreprise qualitative faiblement valorisée²⁵⁷.

Finalement, l'observation de la stratégie d'investissement dans la valeur semble indiquer qu'elle est la stratégie la plus analogue à la définition de ce qu'est l'investissement. En outre,

²⁵⁶ Fisher, P. (2016). Actions ordinaires et profits extraordinaires. Valor Editions.

²⁵⁷ Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers. Valor Éditions.

cette stratégie se présente comme utile dans le dessein de limiter les impacts négatifs des valorisations excessives à la hausse comme à la baisse.

Conclusion du chapitre

Le développement de l'investissement responsable s'est opéré sur le fondement de théories et d'indicateurs inadéquats à une gestion responsable de long terme. Le rôle initial des marchés financiers semble avoir partiellement évolué de l'activité d'investissement à l'activité de spéculation. La prise en compte du phénomène de rétroaction positive et la remise en cause de l'hypothèse des marchés efficients doivent conduire la finance responsable à édifier un socle théorique conforme à l'objectif d'investissement de long terme.

Le rôle d'accompagnateur, de propriétaire ou d'associé, doit être réaffirmé. Il constitue la base du capitalisme créateur d'utilité de valeur et de stabilité financière. La prépotence du comportement institutionnel de court terme fait peser un risque majeur sur les entreprises, amenant les valorisations boursières à des niveaux décorrés des fondamentaux financiers. En outre, le phénomène de rétroaction positive à la source des bulles spéculatives est à prendre en compte. Il apparaît alors que la principale solution pour limiter ces impacts est de faire évoluer les prix du marché avec les valeurs intrinsèques.

La première responsabilité de l'investisseur est de limiter l'impact négatif de la gestion de portefeuille sur son environnement (entreprises, salariés, épargnants, acteurs économiques, etc...). Les solutions les plus appropriées semblent être le retour à une vision à plus long terme, à requalifier le réel risque d'investissement, et à maintenir une discipline émotionnelle (biais comportementaux). La théorie des marchés efficients et la gestion passive doivent être questionnées car elles ne semblent pas permettre à l'investisseur responsable d'investir avec discernement (*stock-picking*²⁵⁸), d'allouer le capital en fonction d'une analyse financière approfondie. Elles peuvent favoriser ou amplifier le mécanisme de rétroaction positive, créateur de bulles spéculatives et de krachs boursiers, néfastes pour l'ensemble des membres de la société. La gestion « croissance » est une gestion logique et saine, à la condition que les prix payés ne surestiment pas les chiffres futurs. L'étude des prévisions boursières incite à la plus grande prudence. La pondération suggère que l'activité de prévision financière peut être risquée et instable, les cygnes noirs existent et peuvent être dévastateurs (exemple Covid). En outre, faire évoluer le prix d'une action à un niveau complètement décorré des fondamentaux financiers peut être la source de destruction de valeur.

²⁵⁸ Le stock-picking consiste à analyser et à sélectionner les actions en fonction des qualités propres des entreprises. Il s'agit alors d'effectuer une analyse fondamentale basée sur des critères objectifs, pour investir avec discernement de la manière la plus raisonnée possible.

La finance responsable doit reconsidérer certaines théories financières adaptées à la gestion de court terme, mais illogiques et destructrices de valeur pour l'investisseur de long terme. Tout d'abord, la volatilité ne représente que les fluctuations de court terme, elle n'est pas un indicateur fiable pour un investisseur de long terme. Au contraire, elle permet à l'investisseur respectant les fondamentaux d'investir dans des entreprises négligées par le marché (sous-valorisées). Le risque pour un investisseur de long terme est de surpayer un titre, au regard des fondamentaux, et de perdre du capital de façon durable ou définitive. Le risque se trouve alors dans une mauvaise analyse financière de l'entreprise, conduisant l'investisseur à payer trop cher une entreprise. Le risque doit alors s'apprécier en fonction des ratios de valorisation. Toutefois, le risque pouvant être exogène et venir d'un cygne noir, la diversification raisonnée du portefeuille est essentielle. Au regard des développements effectués dans ce chapitre, un portefeuille financièrement responsable, c'est-à-dire non spéculatif et limitant les impacts du phénomène de rétroaction positive, peut alors reposer sur les socles suivants :

- Un horizon d'investissement long terme.
- Une discipline émotionnelle.
- Une diversification d'environ 30 titres.
- Une valorisation moyenne faible.
- Une rentabilité créatrice d'utilité et de valeur.

Après avoir défini la stratégie de gestion actions apparaissant comme la plus adéquate à une gestion financièrement responsable, nous examinons sa performance financière en comparaison à une gestion indicielle. Afin d'examiner la performance boursière d'une stratégie de gestion financièrement responsable, c'est-à-dire ne prenant pas part à un phénomène spéculatif et/ou de rétroaction positive, nous effectuons un *back-testing*.

Ce chapitre est consacré à la phase de test de conjecture dans laquelle nous examinons la performance financière d'une stratégie de gestion de portefeuille actions *Value-Quality* avec l'univers d'investissement. La première section est constituée d'une revue de la littérature concernant la gestion *Value* et *Value-Quality*. La deuxième section présente la cadre épistémologique de l'étude ainsi que la méthodologie utilisée. Finalement, la dernière section présente les résultats et analyses de notre test de conjecture.

Chapitre 2 : Stratégie d'investissement concentré

Value-Quality : une méthode financièrement responsable et rentable

Des principes restent arrimés dans les « croyances » de la plupart des acteurs financiers, allant du simple investisseur particulier au gérant de fonds salarié d'une imposante société de gestion d'actifs. Loin d'être considérés comme des hypothèses ou conjectures, ils sont interprétés comme des théories, des règles, des lois. Le premier de ces principes est qu'il est impossible de surperformer, le marché suit une marche aléatoire. Nous avons déjà évoqué cela plus en amont, la grande majorité des investisseurs considère que les marchés financiers sont efficaces, ou plus globalement, que surperformer le marché relève de la chance ou de la prise de risque démesurée. C'est notamment dans la veine de cette théorie que le développement de la gestion passive progresse. En fait, cette dernière est alimentée par l'observation de la réalité, ou plus précisément par l'interprétation du visible. Il est parfaitement vrai que la majorité des fonds gérés activement n'arrive pas à surperformer le marché, sur le court terme comme sur le long terme. O'Shaughnessy a clairement montré cette factualité ; globalement à peine trois fonds sur dix arrivent à surperformer le marché sur une durée de dix ans (figure 22). En outre, une analyse connexe et plus récente (2018) de Perry vient compléter et accentuer les conclusions déjà observées (figure 23). Aux Etats-Unis, moins d'un fonds sur dix arrive à surperformer le marché sur un horizon de dix ans.

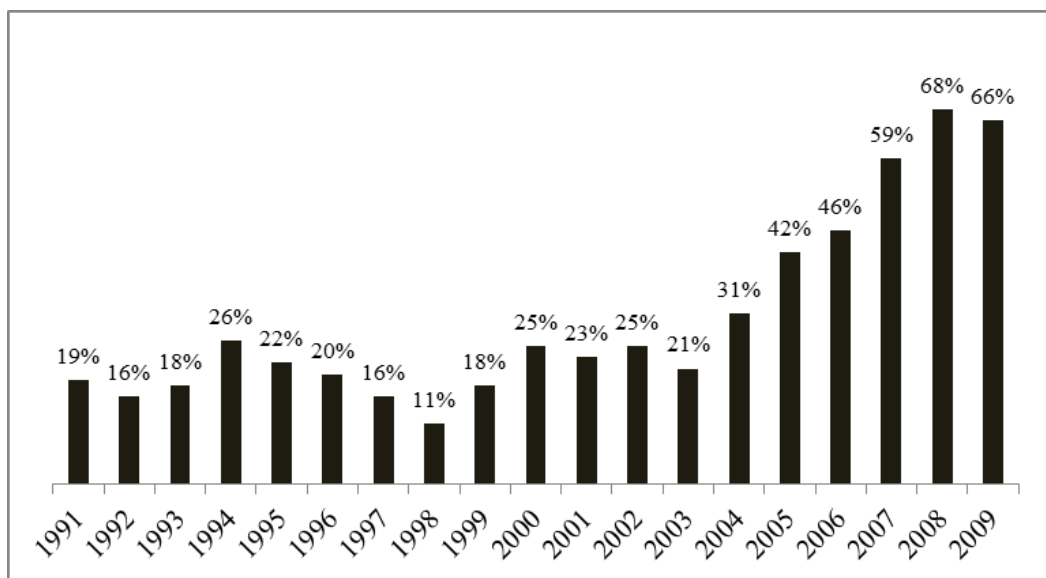


Figure 22 : Pourcentage des fonds actions (avec un historique de 10 ans) battant le S&P500 pour les 10 années se terminant le 31 décembre de chaque année²⁵⁹

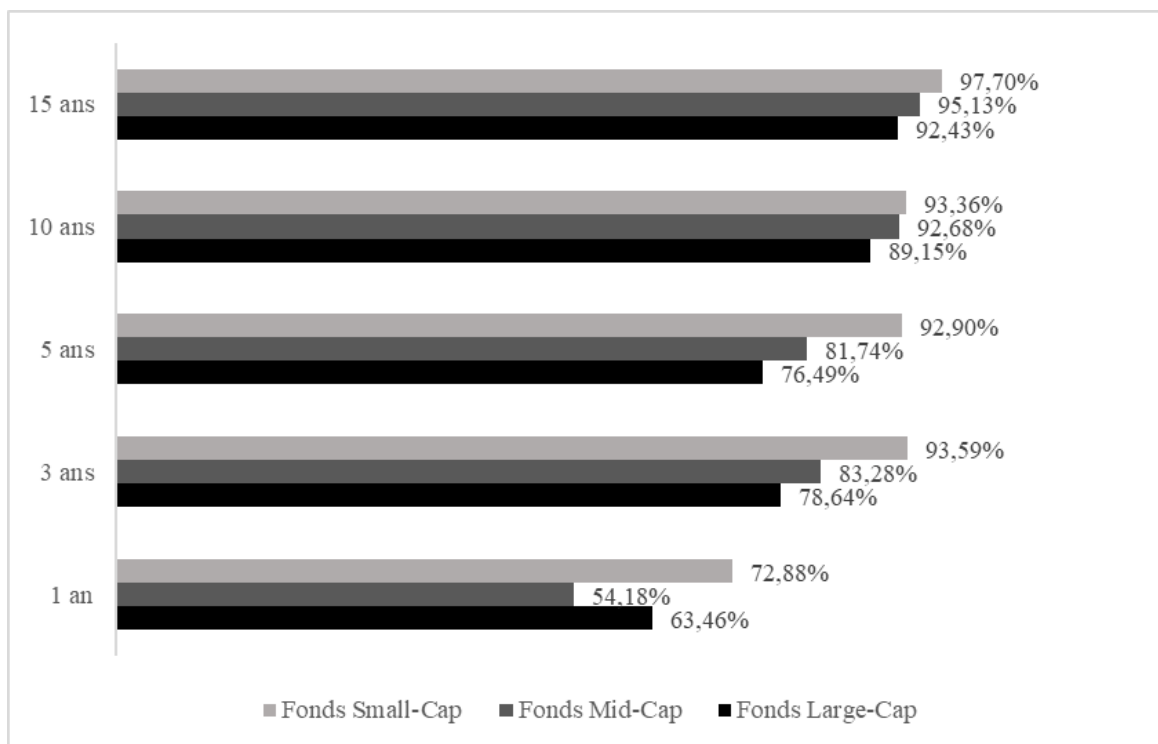


Figure 23 : Pourcentage de fonds actions qui sous-performent leur indice de référence²⁶⁰

²⁵⁹ O'Shaughnessy, J. (2018). Ce qui marche à Wall Street. Valor Editions. p. 33.

²⁶⁰ Perry, M. (2018). More evidence that it's really hard to 'beat the market' over time, 95% of finance professionals can't do it. Source : [www.aei.org/](https://www.aei.org/carpe-diem/more-evidence-that-its-really-hard-to-beat-the-market-over-time-95-of-finance-professionals-cant-do-it/): <https://www.aei.org/carpe-diem/more-evidence-that-its-really-hard-to-beat-the-market-over-time-95-of-finance-professionals-cant-do-it/>

Les faits sont là, les professionnels de la finance n'arrivent pas à surperformer le marché. Il semble donc qu'il soit impossible, chanceux ou très risqué de le surclasser. En reprenant la méthodologie de Popper, les deux figures ci-avant nous indiquent que la théorie est corroborée. Toutefois, il est possible d'approfondir l'analyse. En ce sens, Bastiat affirmait qu'il faut essayer de voir ce qui ne se voit pas²⁶¹. De façon logico-déductive et en suivant les réflexions de Akerlof et Shiller²⁶², il apparaît que les gérants n'arrivent pas à surperformer le marché sur le long terme pour une simple et bonne raison, les individus possèdent un « esprit animal ». Ils n'arrivent pas à canaliser leurs émotions, ils changent de stratégie en fonction de l'environnement, ils essaient de prévoir des choses imprévisibles, ils sont tantôt euphoriques et optimistes, tantôt déprimés et pessimistes. Les individus préfèrent suivre leurs semblables afin de se sentir en sécurité, ils ont une attitude mimétique, ils ont peur de leur propre jugement. Marks souligne cela en indiquant que « Les êtres humains ne sont pas des ordinateurs. La plupart de nos agissements sont entraînés par la peur, l'envie, la cupidité et d'autres émotions qui rendent l'objectivité impossible et ouvrent la voie à d'importantes erreurs²⁶³ ». Le gérant prend alors ses distances avec la réalité économique et financière, il est influencé par la foule, il devient lui-même la cause de sa propre sous-performance. Le phénomène psychologique de « pensée de groupe » est alors en marche²⁶⁴. Ron Jones a parfaitement détaillé cela par le moyen de l'expérience sociale « The Third Wave »²⁶⁵ romancée par Todd Strasser dans le roman *La vague*²⁶⁶. Le sage de Baltimore n'avait pas tort lorsqu'il disait que « ce qui fait mal à la vérité c'est qu'elle est principalement inconfortable, et souvent ennuyeuse. L'esprit humain cherche quelque chose de plus amusant, de plus excitant²⁶⁷ ».

De plus, les outils d'analyse des fonds d'investissement sont principalement établis sur des théories financières de court terme et non adéquates lors de l'étude d'une stratégie d'investissement de long terme se voulant financièrement responsable. Les gérants sont alors contraints de chercher de la performance à court terme tout en minimisant les écarts avec leur indice de référence, même si celui-ci se situe à un niveau de valorisation permettant de déceler

²⁶¹ Bastiat, F. (1993). Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas. Romillat. (Œuvre originale publiée en 1864).

²⁶² Akerlof, G., & Shiller, R. (2013). Les Esprits animaux : Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie. Flammarion.

²⁶³ Marks, H. (2018). La chose la plus importante. Valor Editions. p. 36.

²⁶⁴ Whyte JR, W. (2012). Groupthink, (Fortune 1952). Source : <https://fortune.com/2012/07/22/groupthink-fortune-1952/>

²⁶⁵ Taaffe, L. (2017). The Wave that changed the world. Source : [www.paloaltoonline.com: https://www.paloaltoonline.com/news/2017/03/17/the-wave-that-changed-history](http://www.paloaltoonline.com/news/2017/03/17/the-wave-that-changed-history)

²⁶⁶ Strasser, T. (2009). La vague. Pocket.

²⁶⁷ Henry Louis Mencken: "What ails the truth is that it is mainly uncomfortable, and often, dull. The human, mind seeks something more amusing, and more caressing."

une certaine euphorie spéculative. Il semble désormais indispensable d'utiliser des outils d'analyse permettant de mieux comprendre les performances et les risques liés à une stratégie d'investissement cherchant à allier performance et responsabilité financière. Cette étude cherchera alors à expliquer les données en fonction d'indicateurs adaptés.

Pour schématiser, la présente recherche vise à déterminer si les travaux de Graham ou plus spécifiquement de ceux de Greenblatt, sont valables en France. Si une stratégie d'investissement basée sur les fondamentaux sous-jacents et s'écartant du mécanisme de rétroaction positive, permet à l'investisseur de long terme de bénéficier d'une meilleure performance et d'une meilleure gestion des risques que l'univers d'investissement. Les résultats de cette recherche peuvent remettre en cause les processus d'investissements actuels. Ils peuvent inciter les investisseurs à retrouver la discipline de la finance et donc le rôle originel de capitaliste, le *stock-picking* ou comme le dit Trainer la diligence, l'allocation intelligente du capital²⁶⁸.

²⁶⁸ Trainer, D. (2020). The Hidden Dangers of Passive Investing. Source : [www.forbes.com: https://sites/greatspeculations/2020/06/01/the-hidden-dangers-of-passive-investing/?sh=6f2b13164d96](https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2020/06/01/the-hidden-dangers-of-passive-investing/?sh=6f2b13164d96)

Section 1 Revue de la littérature

En finance contemporaine, une large partie des théories et outils de mesure des risques découle d'une théorie centrale stipulant que les marchés financiers sont efficaces. Cette théorie implique que les marchés financiers ne sont jamais sous-évalués ou surévalués, et qu'il n'existe pas de stratégie permettant de surperformer le marché. Les travaux de Markowitz et plus globalement de l'école de Chicago ont alors pris l'ascendant sur les autres philosophies et/ou théories d'investissement à une époque où le domaine économique et financier cherchait une légitimité scientifique dans les mathématiques. Si le risque et le rendement sont au cœur des théories financières, leurs interprétations peuvent varier. Nous avons déjà largement traité de ce sujet dans le chapitre 1. Ici, nous proposons de séparer les activités des acteurs de marché en deux catégories : la spéculation et l'investissement. Bogle indiquait déjà en 2006 qu'il existe deux types de marchés²⁶⁹ :

- Celui des attentes et des émotions à court terme (spéculation).
- Celui de l'économie réelle et productive (investissement).

Depuis le commencement de cette recherche, l'objectif est d'examiner l'investissement et non la spéculation. Nous avons alors décidé de nous intéresser à la stratégie d'investissement la plus corrélée à l'économie réelle et aux fondamentaux financiers, l'investissement dans la valeur (*Value-Investing*).

Le point de départ de la stratégie d'investissement axée sur la valeur est sans doute l'ouvrage majeur *Security Analysis* de Graham et Dodd. L'objectif de Graham était alors de trouver et de formuler une stratégie d'investissement lui permettant de se tenir à l'écart de la spéculation frénétique et de ses conséquences. Pour mener à bien sa stratégie d'investissement, Graham se basait sur une analyse quantitative des fondamentaux financiers des entreprises.

« De manière générale, les facteurs quantitatifs se prêtent bien mieux à une analyse exhaustive que les facteurs qualitatifs. Ils sont moins nombreux, plus faciles d'accès et bien mieux adaptés pour élaborer des conclusions solides et sans appel. Par ailleurs, les résultats financiers synthétisent de nombreuses données qualitatives, de telle sorte que leur analyse n'apporte pas grand-chose²⁷⁰. »

²⁶⁹ Bogle, J. C. (2006). Une histoire de deux marchés. Discours de John C. Bogle après avoir reçu le Prix Berkeley. San Francisco, Californie.

²⁷⁰ Graham, B., & Dodd, D. (2015). *Security Analysis*. Valor Editions. p. 109.

En sus de l'analyse des facteurs fondamentaux, Graham cherchait principalement à ne pas spéculer. Pour se faire, il recherchait des titres sur la base de faibles niveaux de valorisation.

« Des cours élevés sont synonymes de valeur spéculative. Cette remarque mérite d'être expliquée avec clarté. Nous ne voulons pas dire que c'est une erreur de payer une action plus de 20 fois son résultat moyen. Nous considérons seulement qu'un tel cours est une pure spéculation²⁷¹. »

Nous avons déjà évoqué plus en amont la différence entre investissement et spéculation, il convient tout de même de mettre en exergue la pensée de Graham qui est celle utilisée dans cette étude.

« La principale différence entre l'investisseur et le spéculateur réside dans leur comportement face aux mouvements de marché. Si l'objectif du spéculateur est d'anticiper et de profiter des fluctuations du marché, celui de l'investisseur sera d'acheter à un prix raisonnable et de détenir de bonnes valeurs²⁷². »

On comprend dès lors que Graham définissait l'investissement comme l'achat d'une part de société de qualité sur la base d'une valorisation faible. Depuis les années 1970, de nombreuses recherches ont été menées afin de tester la validité de cette stratégie. Le principe est relativement simple, acheter une entreprise sous sa valeur intrinsèque, de préférence, en y intégrant une certaine marge de sécurité. Il existe alors bien une différence entre valeur fondamentale et prix de marché. Graham disait que « La valeur intrinsèque peut se définir comme étant la valeur justifiée par des éléments factuels (montant des actifs, résultats, dividendes, perspectives les plus probables) à distinguer de la valeur de marché, à savoir le cours de bourse (reflet de manipulations artificielles et de biais psychologiques)²⁷³ ». Graham convenait cependant qu'une analyse précise était impossible :

« L'analyse financière ne peut pas fixer, a priori, des règles générales quant à la « juste valeur » d'une action. Il n'en existe vraiment pas. Les fondements de la valeur sont trop instables pour considérer qu'il existe une formulation qui peut prétendre donner une valeur raisonnablement précise²⁷⁴. »

²⁷¹ *Ibidem.*, p. 467.

²⁷² Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions p. 176.

²⁷³ Graham, B., & Dodd, D. (2015). *Security Analysis*. Valor Éditions. p. 94.

²⁷⁴ *Ibidem.*, p. 465.

C'est dans ce cadre que Basu²⁷⁵ (USA 1962-1978), Fama et French²⁷⁶ (Monde période 1975-1995) ou encore Lakonishok et al.²⁷⁷ (USA période 1963-1990) ont corroboré la conjecture selon laquelle les actions à faible niveau de valorisation ont tendance à surperformer les actions de croissance. Plus récemment, les mêmes conclusions ressortent des recherches de Athanassakos²⁷⁸ (Canada période 1985-2009) et O'Shaughnessy²⁷⁹ (USA période 1927-2009). Une large revue de la littérature à ce sujet, présentée dans *What Has Worked in Investing: Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns*, suggère que les stratégies d'achat à faible niveau de valorisation surperforment les autres stratégies, dont les stratégies de croissance²⁸⁰. Bauman et Miller²⁸¹ ou encore Fama et French²⁸² notent que les actions de croissance ont la caractéristique de présenter un niveau de valorisation élevé, c'est-à-dire de hauts ratios PER, P/B ou encore P/CF. En fait, Beukes note qu'il existe de très nombreuses stratégies d'investissement dans la valeur²⁸³. Le principe basal reste toutefois le même, acheter les entreprises présentant de faibles niveaux de valorisation par rapport aux données réelles. L'effet de valeur a été avancé en fonction du P/B par Stattman²⁸⁴,

²⁷⁵ Basu, S. (1983). The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value And Return For NYSE Common Stocks: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, n° 12, pp. 129-156.

²⁷⁶ Fama, E., & French, K. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, pp. 1975-1999.

²⁷⁷ Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.

²⁷⁸ Athanassakos, G. (2011). Do Value Investors Add Value? *Journal of Investing*, vol. 20, n° 2, pp. 86-100.

²⁷⁹ O'Shaughnessy, J. (2018). *Ce qui marche à Wall Street*. Valor Editions.

²⁸⁰ Tweedy, Browne Company LLC. (2009). *What has worked in investing : Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns*.

²⁸¹ Bauman, W., & Miller, R. (1997). Investor Expectations and the Performance of Value Stocks versus Growth Stocks. *The Journal of Portfolio Management*, n° 23, pp. 57-68.

²⁸² Fama, E., & French, K. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, pp. 1975-1999.

²⁸³ Beukes, A. (2011). Value Investing: International Comparison. *International Business & Economics Research Journal*, vol. 10, n° 5, pp. 1-10.

²⁸⁴ Stattman, D. (1980). Book Values and Stock Returns, *The Chicago MBA : A Journal of Selected Papers*, vol. 4, pp. 25-45.

Rosenberg et *al.*²⁸⁵, Fama et French²⁸⁶, du P/CF par Lakonishok et *al.*²⁸⁷, Desai et *al.*²⁸⁸, et enfin le PER par Basu²⁸⁹ et Reinganum²⁹⁰.

Bien que Graham évoquait l'achat d'entreprises rentables, stables et sous-valorisées, c'est ce dernier point qui a été retenu par nombre de chercheurs. C'est alors Greenblatt qui introduit le plus largement le principe de *Value-Quality*, en associant faible valorisation et rentabilité élevée. La philosophie de gestion *Value-Quality* respecte les fondements de la gestion *Value*, c'est-à-dire sélectionner les entreprises faiblement valorisées, tout en l'enrichissant de l'évaluation de la qualité des résultats générés par les entreprises. Cette qualité peut être déterminée par une méthodologie qualitative et/ou quantitative. La première méthodologie est celle principalement pratiquée par Buffett. La problématique est que les facteurs qualitatifs sont multiples et subjectifs. Cela constitue un frein notable à l'étude historique de *back-testing*. La seconde méthodologie est celle prônée par Graham ou encore Greenblatt, c'est-à-dire la détermination du niveau de valorisation et de qualité par l'utilisation de ratios financiers. La stratégie de Buffett affiche une performance de 3 641 613% pour la période 1965-2021 contre 30 209% pour le S&P 500 dividendes réinvestis. La stratégie de Greenblatt montre une nette surperformance aux Etats-Unis pour la période 1988-2004 avec un rendement annualisé de 22.9% contre 12.4% pour le S&P 500²⁹¹. Novy-Marx montre de la même manière que l'association faible niveau de valorisation et bonne rentabilité surpasse le marché et les simples stratégies *Value* ou rentabilité pour la période 1963-2012²⁹². Davydov, Tikkanen et Äijö remarquent (Finlande 1991-2013) que les stratégies d'investissement dans la valeur surperforment systématiquement les marchés, mais qu'une stratégie *Value-Quality* produit des

²⁸⁵ Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, vol. 11, n° 3, pp. 9-16.

²⁸⁶ Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 47, n°2, pp. 427-465.

²⁸⁷ Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.

²⁸⁸ Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two ?. *The Accounting Review*, vol. 79, n° 2, pp. 355-385.

²⁸⁹ Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios : A test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 3, pp. 663-682.

²⁹⁰ Reinganum, M. R. (1981). Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yield and Market Values. *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 1, pp. 19-46.

²⁹¹ Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

²⁹² Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

rendements ajustés au risque encore supérieurs²⁹³. Gustavsson et Strömberg arrivent aux mêmes résultats sur le marché suédois pour la période 2007-2017²⁹⁴.

Il existe un certain nombre d'explications avancées pour justifier la surperformance des stratégies de valeur. Fama et French (1992) estiment que la performance des titres sous-valorisés est le résultat d'une prise de risque plus importante. Il ne s'agirait alors que d'une compensation du risque pris. Les auteurs ont associé le rendement moyen du marché au bêta, indicateur que nous rejetons dans le cadre d'une gestion de portefeuille responsable et de long terme voulant éviter le phénomène de rétroaction positive. L'analyse d'un portefeuille d'investissement financièrement responsable ne peut tenir si nous utilisons le bêta comme indicateur de risque. Le bêta est le rapport de la covariance de la rentabilité de l'actif avec celle du marché sur la variance de la rentabilité du marché.

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_p, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

- r_p : rentabilité de l'actif
- r_m : rentabilité du marché

Cet indicateur utilise les données du marché et la volatilité dans son calcul. Nous estimons que la comparaison avec les mouvements de marché est dangereuse en période de bulle boursière pour l'investisseur de long terme souhaitant éviter la spéculation. Nous ne reviendrons pas sur l'inadéquation de la volatilité pour établir le risque d'un investissement, le sujet ayant été traité dans le chapitre précédent.

Nous préférons alors définir le risque comme Buffett, c'est-à-dire une possibilité de perte ou de préjudice²⁹⁵ ou encore comme Garcia Paramés : « Le risque d'un placement est l'éventualité de perte permanente de pouvoir d'achat par suite d'une erreur de jugement au moment d'investir²⁹⁶ ». Brandes explique que « Pour les traders qui souhaitent vendre leurs portefeuilles à tout moment, la volatilité et le risque sont à peu près équivalents. Mais pour les investisseurs de valeur, qui n'ont pas envie de liquider leurs portefeuilles de sitôt, la volatilité a des limites

²⁹³ Davydov, D., Tikkanen, J., & Äijö, J. (2016). Magic Formula vs. Traditional Value Investment Strategies in the Finnish Stock Market. *Nordic Journal of Business*, vol. 65, pp. 38-54.

²⁹⁴ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market. Lund University School of Economics and Management.

²⁹⁵ Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers. Valor Éditions. p. 124.

²⁹⁶ Garcia Paramés, F. (2018). Investir à long terme. Valor Éditions. p. 198.

en tant que mesure du risque²⁹⁷ ». Au-delà d'être inadéquate pour un investisseur de long terme, l'interprétation du risque par la volatilité est une cause amenant les gérants à adopter une gestion à court terme et à les éloigner du rôle fondamental de capitaliste. Cela pourrait être un facteur justifiant le haut *turnover* des fonds et la faible durée moyenne de détention.

Greenblatt suggère que la meilleure façon de gérer le risque selon notre interprétation, est alors d'investir dans des entreprises faiblement valorisées et rentables : « Une façon de se créer un couple attractif risque / espérance de gain est de limiter fortement le risque que fait encourir une baisse en investissant dans des situations qui présentent une importante marge de sécurité²⁹⁸ ». Dans ce cadre, nous testons l'hypothèse suivante avec les outils adéquats à l'investissement de long terme :

Hypothèse 1 : Une stratégie d'investissement Value-Quality surperforme une stratégie indicielle

²⁹⁷ Brandes, C. (2004). Value Investing Today. McGraw-Hill. p. 162.

²⁹⁸ Greenblatt, J. (2012). Vous pouvez être un génie de la Bourse. Valor Editions. p. 28.

Section 2 **Présentation de la méthodologie**

La présentation de la méthodologie de recherche s'organise autour de trois paragraphes. Tout d'abord, le premier paragraphe est consacré à la définition de notre positionnement épistémologique. Ensuite, le deuxième paragraphe présente le choix des variables retenues. Finalement, le troisième paragraphe présente l'échantillon et la méthodologie utilisée.

§ 1 Le cadre épistémologique

« Il est beaucoup plus naturel pour nous d'examiner l'ensemble limité de nos expériences personnelles, puis de généraliser à partir de ce petit échantillon pour créer une heuristique de base. Nous sommes un faisceau d'incohérences, et bien que nous rendant intéressants, cela perturbe notre capacité à investir avec succès notre argent²⁹⁹. »

Avant de débiter une étude, il s'avère nécessaire de définir une méthodologie de recherche adéquate. Le domaine financier traite des hommes et de leurs interprétations personnelles, non des choses matérielles. Les parts d'entreprises (actions), les monnaies, et toutes les autres notions de l'action humaine, ne sont pas des choses naturelles au sens scientifique, mais simplement des composants de l'agir humain. Chercher à répondre à des composants valorisés par l'homme, avec une méthodologie d'équilibre, comme cela peut être le cas pour les sciences telles que la physique ou encore la chimie, s'est se tromper dès le départ d'un point de vue méthodologique. Pourtant, la plupart des théories financières actuelles ont pour substruction la méthodologie inductive sur une base probabiliste. La méthode inductive accorde la primauté à l'observation afin d'en faire émerger des théories générales. L'induction utilisée par l'école néoclassique dans l'optique de valider les théories économiques est remise en question par la méthodologie praxéologique³⁰⁰. En ce sens, nous écartons d'ores et déjà la méthode inductive. En effet, il apparaît que le passage d'un énoncé singulier à un énoncé universel ne puisse tenir de façon logique dans le domaine économique. Pour reprendre l'exemple de Popper dans *La logique de la découverte scientifique*³⁰¹ : « peu importe le grand nombre de cygnes blancs que nous puissions observer, il ne justifie pas la conclusion que tous les cygnes sont blancs ». Popper affirmait déjà que « La croyance selon laquelle la science procède de l'observation à la

²⁹⁹ O'Shaughnessy, J. (2005). What works on Wall Street. McGraw-Hill. p. 16.

³⁰⁰ Aïmar, T. (2002). Commentaire sur "économie et connaissance" de F. H. Hayek. Cahiers d'Économie Politique, n° 43, pp. 105-118.

³⁰¹ Popper, K. (1973). La logique de la découverte scientifique. Payot.

théorie est si répandue et si fermement ancrée, de nos jours encore, que le démenti que je lui oppose suscite le plus souvent l'incrédulité³⁰² ».

Actuellement, le domaine catallactique est influencé par des méthodologies objectivistes, positivistes, et donc quantitativistes, méthodes réfutées logiquement par le subjectivisme inhérent à l'agir humain. Toutefois, la méthode mathématique peut être utile pour présenter ou illustrer un principe, mais cette méthode ne permet pas d'empoigner la quiddité des phénomènes économiques et financiers. Hayek indique qu'utiliser les méthodes des sciences de la nature à l'économie relève de l'illusion scientifique³⁰³.

« Il me semble que la plupart des débats actuels concernant la théorie économique et la politique économique ont leur commune origine dans une conception erronée de la nature du problème économique d'une société. Cette conception erronée est due à son tour à une adaptation fallacieuse des méthodes de pensée des sciences naturelles aux sciences de l'homme³⁰⁴. »

Comme nous avons pu l'observer par le passé, certains hommes ont essayé d'utiliser les méthodes des sciences naturelles pour en faire usage au cœur des sciences humaines, John Meriwether en est une incarnation. Accompagné de deux prix Nobel d'économie, Myron Scholes et Robert Merton, Meriwether a totalement ignoré l'angle praxéologique de la catallactique et s'est engagé dans une gestion purement mathématique pour son fonds d'« investissement » *Long Term Capital Management*. L'utilisation de ces méthodes a conduit le fonds à une faillite retentissante.

Finalement, nous pouvons classer les sciences en deux décompositions particulières, soit les Sciences de la nature, et les Sciences humaines. La discordance se trouve dans le fait que les sciences humaines reposent sur le désir, la conscience, et le libre arbitre de l'homme, tandis que les sciences naturelles établissent, ou peuvent établir des relations certaines et chiffrées des phénomènes. La constance peut être le critère de différence entre ces deux sciences. Les sciences naturelles sont forgées d'une situation d'équilibre et d'une constance, là où les sciences humaines sont dynamiques et versatiles. La quantification est complexe dans le domaine des sciences humaines puisque tout dépend des actions humaines et non d'un phénomène

³⁰² Popper, K. (1985). Conjectures et réfutations. Payot.

³⁰³ Garrouste, P. (1994). Carl Menger et Léon Walras à propos de l'utilisation des mathématiques en économie. *Économie et Société*, n° 20-21, pp. 11-27.

³⁰⁴ Hayek, F. (1945). The Use of Knowledge in Society. *The American Economic Review*, vol. 35, n° 4, pp. 519-530.

mathématiquement certain. La logique et la raison poussent à établir qu'il est difficile de prévoir de façon certaine et constante l'évolution d'une action cotée en bourse, sinon l'horizon ne serait pas incertain, et il apparaît que l'homme est fondamentalement singulier et sibyllin. Lynch évoque tout cela dans son ouvrage *Et si vous en saviez assez pour gagner en Bourse*³⁰⁵ : « En y repensant maintenant, il est évident que l'histoire et la philosophie préparent mieux à la bourse que les statistiques. « ... » La logique est la matière qui m'a été la plus utile pour choisir des actions, ne serait-ce que pour identifier l'étrange illogisme de Wall Street. »

Mises révèle la place de l'économie dans les sciences dans son œuvre *L'Action humaine*³⁰⁶ en ces mots :

« En fait, les hommes d'affaires raisonnables sont pleinement conscients de l'incertitude de l'avenir. Ils comprennent que les économistes ne dispensent aucune information fiable à propos des événements futurs et que tout ce qu'ils fournissent est l'interprétation de données statistiques relatives au passé. »

En fait, les différentes branches isolées des Sciences humaines sont toujours fragmentaires et doivent être associées aux autres branches afin d'être utiles³⁰⁷. Mouy exprime cette vision en déclarant que chaque discipline des sciences humaines doit être consciente de ses limites, et accepter de collaborer avec les autres sciences³⁰⁸. Huerta de Soto renforce encore cette idée en indiquant :

*« L'homme, en réalité, cherche constamment de nouvelles fins et de nouveaux moyens, tout en apprenant du passé et en usant de son imagination pour découvrir et créer (par l'action) le futur. C'est pourquoi, l'économie, se trouve absorbée ou intégrée à l'intérieur d'une science beaucoup plus vaste et générale, une théorie générale de l'action humaine*³⁰⁹. »

Les Sciences de la nature peuvent suivre une méthode hypothétique, mais l'économie n'est qu'une partie de la praxéologie, elle-même dépendante d'autres sciences. Elle paraît dès lors devoir être étudiée de façon aprioristique et déductive. Cela correspond en substance à construire une méthode logico-déductive avec pour base l'auto-évidence. Les phénomènes historiques sont compliqués de nature, car dépendants de multiples facteurs. Le principal moyen

³⁰⁵ Lynch, P. (1999). *Et si vous en saviez assez pour gagner en Bourse*. Valor Editions. p 5

³⁰⁶ von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet. p. 1012.

³⁰⁷ von Mises, L. (2014). *Abrégé de l'Action humaine, traité d'économie*. Les belles lettres.

³⁰⁸ Mouy, P. (1944). *Logique, cours de philosophie*. Librairie Hachette.

³⁰⁹ Huerta de Soto, J. (2007). *L'École autrichienne, marché et créativité entrepreneuriale*. Paris : Institut Charles Coquelin. p. 13.

dans l'intention de ne pas mystifier l'interprétation des actes passés, comme les interprétations du futur, est d'associer la théorie à l'histoire et non de réfléchir exclusivement avec l'une ou l'autre des méthodes. Les théories néoclassiques basées sur l'*homo œconomicus* dans un monde en équilibre, analysant d'irréels phénomènes objectifs et incorporant les informations et les coûts objectivement, semblent devoir être interrogées, ce que montre le développement de la finance comportementale.

Dans le domaine de l'économie, aucune relation n'est constante, les tentatives de mesure sont complexes. Si un économiste ou un analyste financier détermine qu'une hausse du prix de l'action UBISOFT de 10€ a été suivie d'une baisse de son prix de 5€, il ne conclut rien quant à ce qui s'est passé ou ce qui pourra se produire à la prochaine hausse, il a simplement présenté un fait historique individuel et unique, à un moment donné dans un contexte spécifique. Les statistiques économiques peuvent être utiles, mais correspondent principalement à de l'histoire économique, elles ne peuvent être caractérisées de phénomènes certains.

En outre, les évolutions informatiques ou mathématiques futures ne permettront pas de mettre le domaine économique au même degré de certitude que les sciences naturelles. Le problème n'est pas dû à un manque de connaissances, mais dans l'interprétation et la méthode de recherche. Comme le présente Mises, l'impossibilité de l'acte de mesure n'est pas due au manque de méthodes techniques pour l'établissement de la mesure, la cause est l'absence de relations constantes³¹⁰. Les époques changent, les mentalités des investisseurs également. Ce qu'un investisseur désirait à une époque donnée pour faire suite à un événement précis, peut être totalement dissemblable à une époque différente. Les périodes de bulles et d'éclatement en sont une illustration.

Le cadre épistémologique utilisé ici est celui proposé et largement défendu par Popper : la tentative de réfutation d'une conjecture. La méthode peut alors être considérée de logico-déductive et/ou hypothético-déductive car l'hypothèse repose à la fois sur une déduction logique et sur un socle théorique. Si notre tentative de réfutation montre que les faits répondent à la conjecture, il y a corroboration, au moins pour un temps. Si l'analyse critique montre que les faits observés ne répondent pas à la conjecture, alors la conjecture devra être abandonnée car réfutée. En effet, comme le souligne Baudouin, « une seule réfutation présente plus d'importance pour le progrès de la connaissance qu'une multitude de confirmations³¹¹ ».

³¹⁰ von Mises, L. (2014). *Abrégé de l'Action humaine, traité d'économie*. Les belles lettres.

³¹¹ Baudouin, J. (1989). Karl Popper. Paris : Presses Universitaires de France. p. 8.

La méthodologie envisagée pour le test de nos hypothèses est celle appelée « conjecture et réfutation » de Popper. La figure 24 en synthétise le processus.

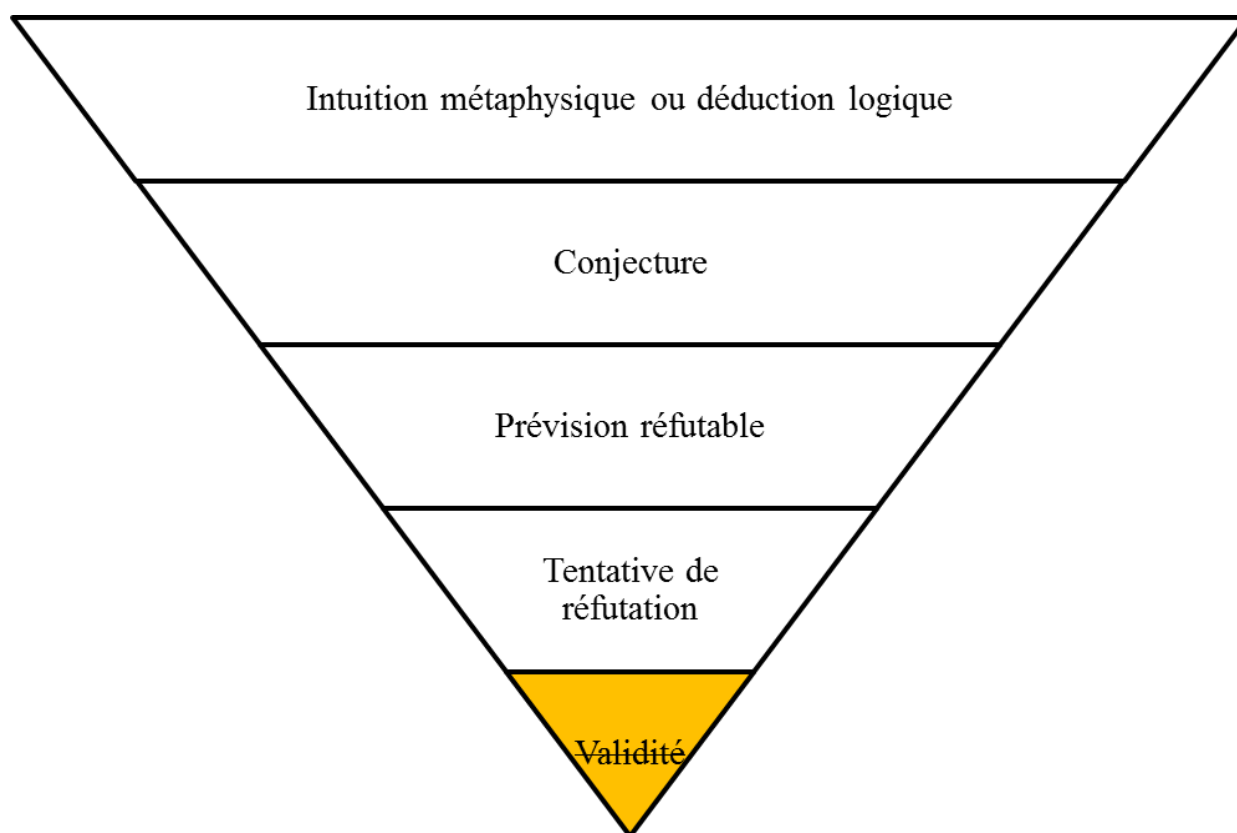


Figure 24 : Le chemin de la découverte scientifique (élaboration propre)

§ 2 Choix des variables

Les niveaux de valorisation des entreprises sont vus comme exerçant une influence majeure sur le niveau de la performance boursière des entreprises. C'est ce que suggère la théorie de l'investissement dans la valeur (Basu³¹², Lakonishok et *al.*³¹³, Athanassakos³¹⁴). Quatre variables continues signifiant des niveaux de valorisations ont alors été retenues dans ce test de conjecture. Le Price to Cash-Flow (P/CF), le Price to Sales (P/S), le Price to Earnings Ratio (PER) et le Price to Book (P/B). En outre, le niveau de qualité des entreprises a été ajouté afin de bénéficier d'un classement ordinal des entreprises de l'échantillon sur la base du meilleur

³¹² Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios : A test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 3, pp. 663-682.

³¹³ Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.

³¹⁴ Athanassakos, G. (2011). Do Value Investors Add Value? *Journal of Investing*, vol. 20, n° 2, pp. 86-100.

rapport faible prix et rentabilité élevée. La variable continue Return On Invested Capital (ROIC) a alors été ajouté, de par son influence dans la littérature académique. En effet, les entreprises à faibles niveaux de valorisation et rentables ont tendance à surperformer l'univers d'investissement et les entreprises de croissance (Gustavsson et Strömberg³¹⁵, Novy-Marx³¹⁶). En outre, le choix de cette variable qualitative suit la déduction logique signifiant que la sélection d'entreprises sous-valorisées mais qualitatives permet d'éviter le phénomène de *value trap*³¹⁷. C'est d'ailleurs ce que suggère Paramés³¹⁸ en indiquant que les entreprises de qualité à prix raisonnable se comportent mieux à long terme que les entreprises simplement bon marché. Il s'agit par ailleurs de la motivation première ayant conduit Buffett à compléter les travaux de Graham par ceux de Fisher. Enfin, nous intégrons la variable continue « taille de capitalisation ». L'influence de cette variable ne bénéficie pas de consensus clair quant à son impact sur la performance boursière des entreprises. Toutefois, son intégration à notre étude peut permettre d'analyser la possibilité d'une mise en place de gestion *Value-Quality* avec des encours élevés, comme le notent Bauman, Conover et Miller³¹⁹.

En fait, la plupart des études de stratégie de gestion de portefeuille n'intègrent pas l'ensemble de ces variables. En effet, l'explication de la performance boursière d'un titre reste largement inconnue et dans tous les cas provisoire. Si une variable précise pouvait justifier pleinement l'évolution boursière d'une entreprise à court terme, les investisseurs utiliseraient tous ce critère et le prix au marché deviendrait élevé et source de non-justification future. Le lien n'existerait plus. Klarman indique alors que « Les marchés financiers sont trop complexes pour être incorporés dans une formule³²⁰ ». C'est d'ailleurs ce que souligne Kirby en expliquant qu'une analyse de stratégie de gestion de portefeuille ne peut se faire réellement qu'après 5 à 10 années³²¹. En outre, la performance boursière d'une entreprise peut être influencée par d'innombrables critères endogènes et exogènes (recommandations des analystes, niveau des

³¹⁵ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market. Lund University School of Economics and Management.

³¹⁶ Novy-Marx, R. (2013). The Quality Dimension of Value Investing. University of Rochester.

³¹⁷ Le phénomène de *value trap* fait référence au piège de valeur. Il s'agit de la sélection d'une action qui semble bon marché mais qui ne remonte pas pour différentes raisons comme la faible rentabilité ou qualité.

³¹⁸ Garcia Paramés, F. (2018). Investir à long terme. Valor Editions. p. 135.

³¹⁹ Bauman, W., Conover, C., & Miller, R. (1998). Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets. Financial Analysts Journal, vol. 54, n° 2, pp. 75-89.

³²⁰ Klarman, S. (1991). Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor. Harper Collins. p 17

³²¹ Kirby, R. (1997). You Need More than Numbers to Measure Performance. In C. Ellis, & J. Vertin, The investor's anthology : original ideas from the industry's greatest minds. John Wiley and Sons.

taux, pandémie, crise économique, instabilité géopolitique, banque centrale, niveau d'inflation, etc).

§ 3 Echantillon et méthodologie

Cette étude utilise l'univers d'investissement WSCOPEFR (*Refinitiv Eikon Datastream*), ce qui signifie que notre échantillon est composé de l'ensemble des entreprises françaises présentes sur le marché boursier français pendant la période étudiée. Cet échantillon peut être caractérisé de population. Il convient toutefois de préciser que nous excluons de notre échantillon les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions d'euros au moment de la sélection des titres (tableau 8). Ce choix découle de l'analyse de O'Shaughnessy³²², indiquant que cette valeur correspond au seuil minimum si un acteur de marché devait investir 100 millions de dollars dans un portefeuille. De plus, ce critère permet d'éviter le biais de micro-capitalisations présent dans un certain nombre d'études.

³²² O'Shaughnessy, J. (2018). *Ce qui marche à Wall Street*. Valor Editions. p. 107.

Année	Nombre d'entreprises
2000	147
2001	173
2002	162
2003	152
2004	162
2005	183
2006	204
2007	225
2008	227
2009	169
2010	186
2011	194
2012	182
2013	183
2014	210
2015	223
2016	244
2017	246
2018	263
2019	252
Moyenne	199,35
Médiane	190,00

Tableau 8 : Taille des échantillons de 1999 à 2019

La base de données utilisée est celle de *Refinitiv Eikon Datastream*, c'est-à-dire une base de données financières complète et reconnue par les acteurs du secteur financier et universitaire. La conjecture stipulant que la stratégie d'investissement *Value-Quality* surperforme une stratégie indiciaire est ici testée sur une période de vingt années (1999-2019). Ce choix découle d'une réflexion motivée par la logique. Les périodes courtes sont sans valeur car influencées par des effets de mode. Nous pensons qu'une période ayant connu différents cycles économiques et financiers nous écarte substantiellement des tendances et donc des preuves anecdotiques. À titre d'exemple, O'Shaughnessy indique en 2012 que « Le temps seul montrera quelles ont été les stratégies d'investissement les plus performantes à long terme, et cela est d'autant plus vrai après la triste performance de la dernière décennie³²³ ». Brandes suit cette

³²³ O'Shaughnessy, J. (2018). Ce qui marche à Wall Street. Valor Editions, p. 21.

même réflexion en stipulant que le temps et le pouvoir des intérêts composés sont les outils les plus importants dans une méthodologie d'investissement, et qu'ils sont trop souvent écartés de notre culture en évolution rapide³²⁴. En ce sens, les tests de comparaisons sont effectués sur la base des performances annualisées 5, 10 et 20 ans, dans le dessein d'éviter une interprétation trompeuse des résultats. En effet, à horizon d'un an, environ 1 fonds d'investissement sur 2 arrive à surperformer le marché, tandis qu'ils sont moins de 3 à horizon 5 ans et moins de 1 à horizon 10 ans. Tester l'hypothèse sur un horizon court terme pourrait conduire à une erreur d'interprétation et résulter du hasard ou de la chance. Comme le disait Graham, à court-terme, le marché boursier est une « machine à voter », à long terme c'est une « machine à peser ».

Nous devons par ailleurs préciser que notre étude est susceptible d'être affectée par certains biais. Nous présentons notre position face à ceux-ci :

- Biais de mode : pour éviter tout biais de mode, notre étude couvre une période longue de vingt années (1999-2019). La durée de cette étude permet de limiter dans une grande mesure tout biais d'échantillonnage.
- Biais de survivant : notre base de données nous permet de nous prémunir de ce biais car notre échantillon est composé des titres survivants mais aussi des titres radiés de la cote pour cause de rachat ou de faillite.
- Biais de capitalisation : nous excluons de notre échantillon les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions d'euros. Ce critère d'exclusion permet d'éviter une variable pouvant affecter nos résultats par la présence de nano et micro-capitalisations. En outre, un *back-testing* par décile de capitalisation sur l'univers d'investissement permet de conforter les travaux de O'Shaughnessy (voir figure 25). De plus, la capitalisation médiane des portefeuilles testés est sensiblement identique à l'univers d'investissement.
- Le biais d'anticipation : les données financières annuelles étant généralement publiées au mois de mars, il peut exister un biais d'anticipation puisque l'analyse des titres se fait au dernier jour ouvré de chaque année. Toutefois, nous pouvons avancer que les résultats anticipés au 31 décembre ne sont pas victimes d'une anticipation trop importante puisque les $\frac{3}{4}$ des rapports financiers ont été publiés et les investisseurs peuvent avoir accès aux sources d'informations financières par le moyen de logiciel comme *Bloomberg* ou encore *Refinitiv*. Une récente étude présentée par Montier

³²⁴ Brandes, C. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill, p. 180.

souligne que la moyenne des erreurs de prévisions est relativement faible à court terme (voir figure 26). Tout cela rejoint les travaux de Crichfield et *al.*³²⁵ ainsi que de Conroy et Harris³²⁶ ou encore de Elton et *al.*³²⁷, indiquant que l'exactitude des prévisions augmente à mesure que la date de la déclaration des comptes approche.

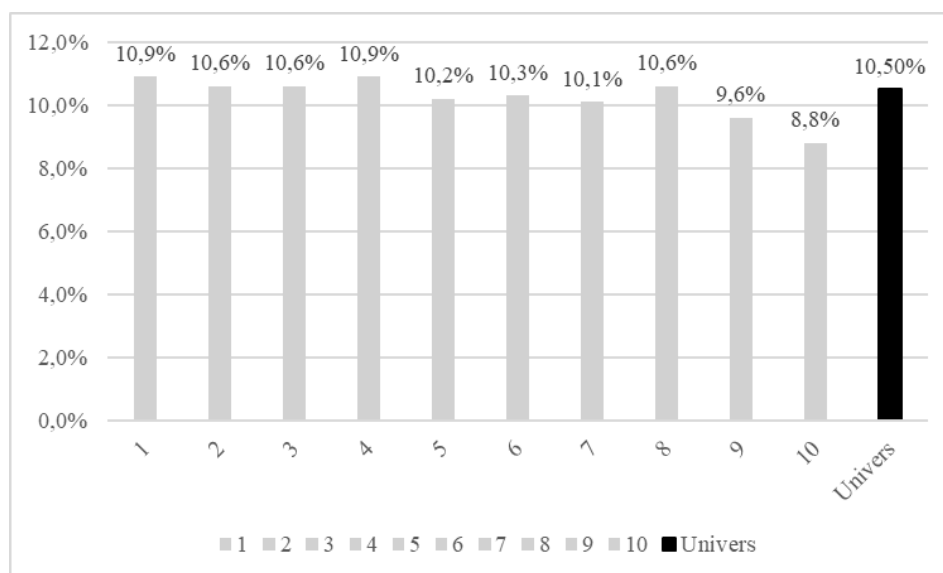


Figure 25 : Rendement composé annuel moyen par décile de capitalisation (hors entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions de dollars), USA, période 1927-2009³²⁸

³²⁵ Crichfield, T., Dyckman, T., & Lakonishok, J. (1978). An Evaluation of Security Analysts' Forecasts. The Accounting Review, vol. 53, n° 3, pp. 651-668.

³²⁶ Conroy, R., & Harris, R. (1987). Consensus Forecasts of Corporate Earnings: Analysts' Forecasts and Time Series Methods. Management Science, vol. 33, n° 6, pp. 725-738.

³²⁷ Elton, E., Gruber, M., & Gultekin, M. (1984). Professional Expectations : Accuracy and Diagnosis of Errors. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 19, n° 4, pp. 351-363.

³²⁸ O'Shaughnessy, J. (2018). Ce qui marche à Wall Street. Valor Editions. p. 129.

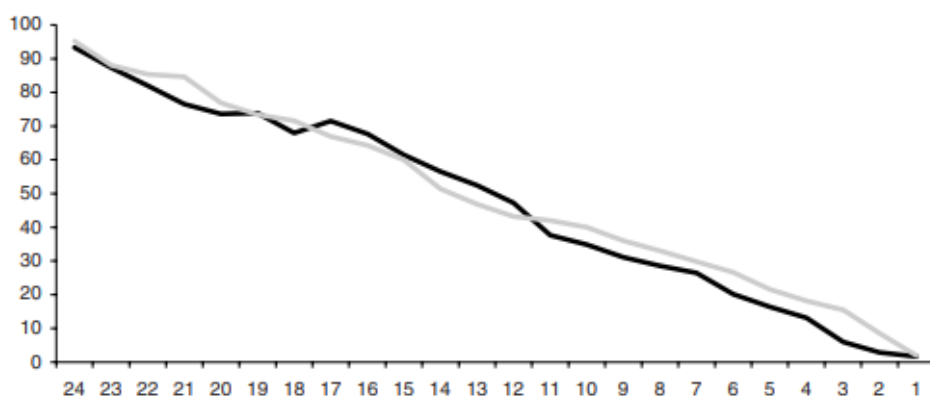


Figure 26 : Erreur de prévision à travers le temps eu Europe (courbe grise) et aux Etats-Unis (courbe noir) pour la période 2001-2006³²⁹

Cette étude teste la stratégie *Value-Quality* et compare ses performances à long terme par rapport à une gestion indicielle passive. La formation des portefeuilles *Value-Quality* se base sur deux fondamentaux financiers. Le premier est un ratio de valorisation (P/CF, P/B, P/S, PER)³³⁰ et le second est un indicateur de rentabilité (ROIC). La composition des quatre portefeuilles est présentée dans les annexes 3, 4, 5 et 6.

- Price to Cash-Flow (P/CF) : ratio mesurant la valeur du cours de bourse d'une action par rapport au flux de trésorerie d'exploitation par action.
- Price to Earnings Ratio (PER) : ratio mesurant le cours de bourse d'une action par rapport au résultat net par action.
- Price to Book (P/B) : ratio mesurant le cours de bourse d'une action par rapport à la valeur comptable par action.
- Price to Sales (P/S) : ratio mesurant le cours de bourse d'une action par rapport au chiffre d'affaires par action.
- Return on Invested Capital (ROIC) : ratio mesurant la rentabilité du capital investi.

Le ROIC est le facteur de qualité utilisé par Greenblatt et présenté dans *L'Investisseur Intelligent* de Graham³³¹. La prise en compte d'un facteur de valorisation avec un facteur de rentabilité est ce que Novy Marx nomme la qualité à prix raisonnable³³².

³²⁹ Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment*. John Wiley & Sons Inc. p. 49.

³³⁰ Price to Cash-Flow (P/CF), Price to Earnings Ratio (PER), Price to Book (P/B), Price to Sales (P/S)

³³¹ Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions. p. 316.

³³² Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

C'est-à-dire que nous classons les titres de notre univers d'investissement de 1 en 1 en fonction de la valorisation boursière (le plus faible débutant), et nous utilisons le même procédé avec le ROIC (le plus fort débutant). Suite à cela, nous effectuons la somme des deux valeurs pour chacun des titres puis les classons dans l'ordre croissant. Nous sélectionnons le dernier jour ouvré de chaque année les 30 entreprises avec le meilleur couple valorisation faible et rentabilité élevée afin de former les quatre portefeuilles *Value-Quality*. Nous disposons de quatre portefeuilles (P/CF + ROIC, P/B + ROIC, P/S + ROIC, PER + ROIC) qui sont modifiés et rééquilibrés le dernier jour ouvré de chaque année en fonction des données de l'année écoulée. Les rendements sont calculés dividendes réinvestis. Les portefeuilles débutent le 31 décembre 1999 sur la base d'un investissement initial d'un million d'euros. La méthodologie vise à comparer les rendements annualisés des quatre portefeuilles *Value-Quality* (VQ) avec l'univers d'investissement pour trois types de périodes : 5, 10 et 20 années. Ces trois périodes d'investissement doivent permettre d'appréhender les résultats en fonction de périodes susceptibles d'être influencées par des effets de mode, mais aussi de permettre d'analyser la cohérence d'une stratégie d'investissement menée de façon disciplinée dans le temps.

Afin de savoir s'il existe des différences au niveau de la rentabilité entre les portefeuilles *Value-Quality* et l'univers d'investissement, ce sont d'abord des comparaisons de *track-records*³³³ qui ont été effectuées, puis des tests statistiques bivariés pour les horizons d'investissement long terme. Les différents tests ont été effectués grâce au logiciel *SPSS*. Le test de Student est un test paramétrique de comparaison des moyennes. Il s'agit d'un type de test statistique couramment utilisé dans ce type d'études. Le test de Student est utilisé lorsque les données suivent une loi de distribution normale. Il consiste à tester l'hypothèse d'égalité de moyenne de deux échantillons. Dans le cas de notre étude, il s'agit de test sur échantillons appariés car les portefeuilles sont composés de titres présents dans l'univers d'investissement. Lorsque les données ne sont pas gaussiennes, le test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney est utilisé de manière alternative au test de Student. Il s'agit d'un test de rang traitant les données de manière ordinale.

L'analyse se poursuivra par l'étude des ratios de Sharpe et des rendements par déciles de variables sélectionnées pour la même période de 20 années (1999-2019). L'étude des ratios de Sharpe des quatre portefeuilles *Value-Quality* (VQ) avec l'univers d'investissement sera réalisée en fonction de trois types de périodes : 5, 10 et 20 années. Le choix du ratio de Sharpe

³³³ Le *track-record* désigne ici l'historique de performance d'un portefeuille.

découle du fait que ce ratio mis en place en 1966 par William Sharpe est le plus classique et le plus répandu dans le dessein de mesurer la rentabilité d'un portefeuille par rapport au risque pris (volatilité). Il convient cependant de préciser que le ratio de Sharpe présente certaines limites. En effet, il ne fait pas la distinction concernant la direction de la volatilité. Il intègre alors les variations à la hausse au même titre que celles à la baisse. Le ratio de Sharpe semble toutefois être le plus approprié dans le cadre d'une comparaison des stratégies de façon absolue, tandis que le ratio d'information s'établit en divisant le rendement actif du portefeuille par son erreur de suivi. Le ratio de Sortino aurait été préférable mais les rendements par horizon d'investissement ne présentent pas assez de volatilité négative pour l'établir de manière constante pour les horizons de 5 et 10 années. Nous intégrons toutefois ce ratio pour l'ensemble de la période étudiée (20 ans).

Les ratios de Sharpe et de Sortino sont calculés en prenant en compte un taux sans risque de 1,5%. Ce choix résulte de l'observation du rendement médian de l'obligation d'Etat français (OAT 10 ans) durant la période de l'étude.

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{(\text{Rendement du Portfeuille} - \text{taux sans risque})}{\text{Déviation standard du portefeuille}}$$

$$\text{Ratio de Sortino} = \frac{(\text{Rendement du Portfeuille} - \text{taux sans risque})}{\text{Déviation à la baisse du portefeuille}}$$

Le choix de l'analyse par décile de variables découle du fait que la constance et les relations de causalités ne sont pas systématiquement linéaires, notamment dans le cadre d'une étude longitudinale. La plus large étude de *back-testing* menée par O'Shaughnessy³³⁴ n'utilise pas de régressions mais l'analyse des déciles, et cela peut s'expliquer pour différentes raisons. Comme évoqué, précédemment, nous traitons de sciences humaines et non de sciences de la nature. L'imprévisibilité, l'inconstance des phénomènes et la non-linéarité sont alors présentes. Par ailleurs, l'absence de régularité persistante permettant la généralisation, le rôle de la nouveauté dans la vie sociale et donc financière, la complexité des phénomènes sociaux, sont des limites importantes nuisant à la qualité des prédictions obtenues par l'utilisation de régressions. En

³³⁴ O'Shaughnessy, J. (2018). *Ce qui marche à Wall Street*. Valor Editions.

outre, les phénomènes majeurs ont tendance à être des phénomènes rares. L'analyse explicative par le moyen de régression ne permet pas d'intégrer pleinement l'impact des phénomènes rares mais majeurs. Taleb explique alors que, les événements ayant une faible probabilité de se dérouler et qui se réalisent, entraînent des conséquences d'une portée considérable et exceptionnelle. En ce sens, Taleb exprime sa pensée en ces termes : « Je trouve scandaleux qu'en dépit des statistiques, nous continuons à faire des pronostics pour l'avenir comme si nous étions doués pour cela, au moyen d'outils et de méthodes qui excluent les événements rares³³⁵. » Charolles³³⁶ souligne que la survenue régulière d'événements extrêmes sur les marchés financiers est le signe que le type de risque modélisé par les statistiques standards n'est pas adéquat à la réalité. En outre, L'auteur indique qu'il ne faut pas confondre cause et déterminisme, dans le sens où le déterminisme est incompatible avec l'existence du libre arbitre. Ainsi, lorsque l'on examine l'action humaine, expliquer n'est pas prédire, sinon, cela impliquerait l'absence de responsabilité des actes humains puisqu'ils seraient déterminés.

Notre étude ne teste pas l'hypothèse selon laquelle la rentabilité des actions est corrélée à nos variables pour l'ensemble des entreprises. Elle pose l'hypothèse qu'une méthodologie de sélection disciplinée et maintenue dans le temps permet de surperformer l'univers d'investissement, notamment par le système des intérêts composés capitalisant sur des écarts de rentabilités. En ce sens, Shiller évoque la subjectivité et l'inconstance présentes en finance en ces mots :

« Il faut garder en mémoire qu'il n'y a aucune science exacte permettant de déterminer le prix des actions. Les économistes ont certainement fait des progrès dans la compréhension du fonctionnement des marchés financiers, mais c'est toujours la complexité du monde réel qui continue de l'emporter³³⁷. »

Si les rendements boursiers pouvaient être anticipés systématiquement et de façon constante, cette formule cesserait logiquement de fonctionner de par son utilisation par les acteurs du marché. Au regard de la qualité des prévisions boursières, il semble que cette formule n'ait pas encore été développée ou ne fasse pas ses preuves dans le temps. En effet, neuf fonds d'investissement sur dix font moins bien que leur univers d'investissement à horizon dix ans³³⁸.

³³⁵ Taleb, N. (2010). Le cygne noir. Les belles lettres. p. 186.

³³⁶ Charolles, V. (2022). Se libérer de la domination des chiffres. Fayard, p. 208.

³³⁷ Shiller, R. (2000). Exubérance irrationnelle. Valor Editions, p. 68.

³³⁸ Perry, M. (2018). More evidence that it's really hard to 'beat the market' over time, 95% of finance professionals can't do it. Source : www.aei.org/: <https://www.aei.org/carpe-diem/more-evidence-that-its-really-hard-to-beat-the-market-over-time-95-of-finance-professionals-cant-do-it/>

En outre, le caractère infini et non linéaire des variables pourrait déformer les relations de causalités et conduire en une erreur d'explication. Il semble par ailleurs complexe d'établir un modèle de régression permettant d'expliquer pleinement la puissance de la variable « rendement boursier ». De plus, l'idée d'effectuer des régressions sur des séries chronologiques auto-corrélées à des niveaux peut conduire à expliquer des modèles dénués de valeur. Extrapoler les relations historiques peut par ailleurs conduire à l'induction, ce qui remettrait en question notre méthodologie logique basée sur un procédé logico-déductif. Au lendemain de la crise des *Subprimes*, Buffett considérait que des difficultés existent pour appliquer les méthodes des sciences physiques aux sciences sociales et qu'il est « tout bonnement impossible d'analyser le comportement humain au moyen d'outils statistiques³³⁹ ». Notre analyse n'a ainsi pas de dessein prédictif.

³³⁹ Garcia Paramés, F. (2018). Investir à long terme. Valor Editions, p. 267.

Section 3 Présentation des résultats et analyses

Cette section est composée de deux paragraphes. Le premier se concentre sur l'analyse descriptive des résultats de l'étude longitudinale. Le deuxième est constitué d'une analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées.

§ 1 Analyse descriptive

La figure 27 présente l'évolution des quatre portefeuilles *Value-Quality* et de l'univers d'investissement pour une période de vingt années (1999-2019) avec comme investissement initial 1 million d'euros. Nous constatons une surperformance anormale entre le capital final des portefeuilles VQ et de l'univers d'investissement. Un million d'euro investi en décembre 1999 dans l'univers d'investissement deviennent 3 973 903,64€ en décembre 2019, tandis qu'ils deviennent 9 723 471,15€ pour le P/S ROIC, 13 119 250,80€ pour le PER ROIC, 16 681 934,50€ pour le P/CF ROIC et 19 616 943,01€ pour le P/B ROIC. Les performances annualisées et l'évolution des encours des quatre portefeuilles *Value-Quality* et l'univers d'investissement sont présentées en annexe 7. Nous constatons alors que les écarts de performances en faveur des portefeuilles VQ sont notables pendant les périodes de reprise boursière faisant suite à des phases de krach ou de crise financière. Les portefeuilles VQ ont ainsi tendance à surperformer leur indice de référence pour la période 2004-2006, faisant suite au krach des valeurs technologiques, pour l'année 2009 faisant suite à la crise des *subprimes*, pour la période 2013-2016 faisant suite à la « tempête boursière » de juillet, août et septembre 2011 et à la crise de la zone euro. Ces observations sont conformes aux réflexions menées en finance comportementale et notamment l'hypothèse de la réaction excessive des marchés, entraînant des entreprises qualitatives à des prix décorrélés des fondamentaux économiques (De Bondt et Thaler³⁴⁰, Lehmann³⁴¹). En outre, les portefeuilles *Value-Quality* font preuve de résistance pendant le krach des valeurs technologiques. En effet, les portefeuilles surperforment nettement l'univers d'investissement en 2001 et 2002. Une explication possible est que les entreprises sélectionnées pendant la période de bulle étaient sous-valorisées et hors d'un cycle de rétroaction positive tandis que les entreprises à fort niveau de valorisation ont subi un retour à la tendance. Shiller explique alors que « Tout ce qui monte beaucoup a tendance à refluer et

³⁴⁰ De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1987). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance*, vol. 42, n° 3, pp. 557-581.

³⁴¹ Lehmann, B. N. (1990). Fads, Martingales, and Market Efficiency. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, n° 1, pp. 1-28.

tout ce qui baisse beaucoup a tendance à remonter »³⁴². Marks explique ce phénomène en stipulant que « Dans les cycles économiques, financiers et de marchés, la plupart des excès à la hausse et les inévitables baisses qui s'ensuivent et qui ont-elles aussi tendance à être excessives sont le résultat d'oscillations exagérées du pendule de la psychologie »³⁴³. Nous pouvons cependant noter que les portefeuilles *Value-Quality* ne surperforment pas l'univers d'investissement pour l'année 2008. Une explication possible pour justifier cette divergence peut être trouvée dans le fait que la crise internet était principalement sectorielle tandis que la crise des *Subprimes* a affecté l'ensemble des marchés financiers.

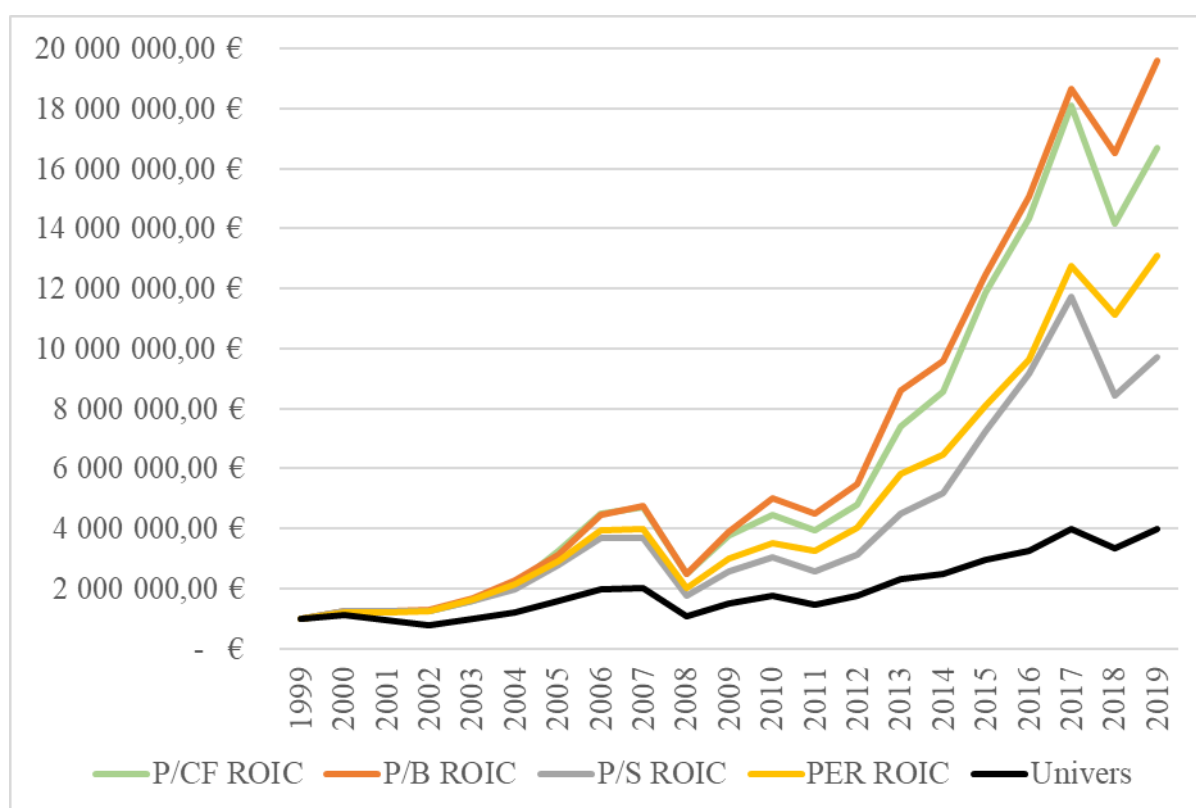


Figure 27 : Évolution des portefeuilles VQ et de l'univers d'investissement

³⁴² Shiller, R. (2000). Exubérance irrationnelle. Valor Editions, p. 225.

³⁴³ Marks, H. (2020). Maîtriser les cycles du marché. Valor Editions, p. 46.

Le tableau 9 affiche les rendements annualisés des différents portefeuilles *Value-Quality* et de l'univers d'investissement pour les périodes de 5 années. Il indique également les résultats obtenus par le moyen du test de Student³⁴⁴ (les données en gras correspondent aux résultats obtenus par l'utilisation du test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney pour les données ne suivant pas une loi normale). Les tests bivariés ont été effectués par périodes de 5 années et en comparaison de l'ensemble des rendements annualisés 5 ans des portefeuilles avec l'univers d'investissement. Ce procédé permet alors de comparer les performances pour chacune des périodes de 5 années et d'examiner la persistance de ces performances sur l'ensemble de l'étude (20 ans). Les tests de normalité sont présentés en annexe 9. L'analyse des écarts de performances pour les périodes de 5 années corrobore les résultats des études précédentes (Greenblatt³⁴⁵, Novy-Marx³⁴⁶). Les portefeuilles basés sur une stratégie d'investissement à faible niveau de valorisation et rentables, surperforment systématiquement l'univers d'investissement, à l'exception de quatre périodes sur seize pour le portefeuille P/S ROIC, dont l'écart de performance négatif le plus important est de -0,93%. La comparaison de l'ensemble des périodes de 5 années montre que les portefeuilles surperforment significativement l'univers d'investissement au seuil de 1%. Les résultats permettent de considérer que la surperformance des portefeuilles VQ par rapport à l'univers d'investissement est persistante dans le temps.

³⁴⁴ Les symboles ***, ** et * montrent la significativité des tests respectivement à 1%, 5% et 10%.

³⁴⁵ Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

³⁴⁶ Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

	P/CF ROIC		P/B ROIC		P/S ROIC		PER ROIC		Univers
Périodes 5 ans	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé
1999-2004	16,18%	-5,649***	17,72%	-8,622***	14,50%	-3,721**	16,56%	-5,852***	3,66%
2000-2005	21,05%	-4,542***	20,08%	-6,263***	17,71%	-3,591**	19,11%	-3,986**	7,55%
2001-2006	29,49%	-2,023**	28,64%	-2,023**	24,59%	-2,023**	26,30%	-2,023**	15,93%
2002-2007	30,66%	-3,305**	30,24%	-4,777***	24,59%	-2,304*	26,07%	-2,023**	20,39%
2003-2008	9,42%	-2,365*	8,37%	-2,487*	1,95%	-0,665	4,59%	-1,535	2,19%
2004-2009	12,14%	-2,369*	11,52%	-2,442*	5,45%	-0,988	6,77%	-1,488	4,93%
2005-2010	6,38%	-2,101	9,73%	-2,699*	1,84%	-0,617	3,79%	-1,272	2,33%
2006-2011	-2,59%	-2,089	0,24%	-2,502*	-6,80%	-0,302	-3,78%	-1,278	-5,87%
2007-2012	0,31%	-1,927	2,80%	-2,188*	-3,27%	-0,534	0,08%	-1,688	-2,74%
2008-2013	24,23%	-2,352*	28,12%	-3,156**	20,63%	-2,471*	23,43%	-3,584**	16,08%
2009-2014	17,88%	-2,206*	19,72%	-2,390*	15,07%	-2,498*	16,67%	-2,920**	10,26%
2010-2015	21,62%	-2,973**	20,00%	-2,365*	18,80%	-2,465*	18,01%	-3,964**	10,67%
2011-2016	29,55%	-3,395**	27,35%	-2,521*	28,76%	-3,395**	24,39%	-3,966**	17,41%
2012-2017	30,41%	-3,707**	27,83%	-2,516*	30,31%	-4,657***	26,10%	-4,832***	17,87%
2013-2018	13,86%	-1,771	13,90%	-3,371**	13,46%	-1,388	13,87%	-4,378**	7,65%
2014-2019	14,32%	-0,944	15,38%	-1,753*	13,44%	-0,944	15,24%	-1,753*	9,88%
Ensemble des périodes 5 ans	17,18%	-9,021***	17,60%	-12,728***	13,81%	-4,547***	14,83%	-7,081***	8,64%

Tableau 9 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) des périodes de 5 années des quatre portefeuilles Value-Quality et de l'univers d'investissement ainsi que tests bivariés T de Student (tests non paramétriques de Wilcoxon-Mann-Whitney en gras).

Le tableau 10 affiche les rendements annualisés des quatre portefeuilles *Value-Quality* et de l'univers d'investissement pour les périodes de 10 années. Il présente également les résultats obtenus par le moyen du test de Student (les données en gras correspondent aux résultats obtenus par l'utilisation du test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney). À l'image du tableau 9, les tests bivariés présentés dans le tableau 10 ont été effectués par périodes de 10 années et en comparaison de l'ensemble des rendements annualisés 10 ans des portefeuilles avec l'univers d'investissement. Les résultats des tests statistiques bivariés indiquent que les portefeuilles *Value-Quality* surperforment systématiquement l'univers d'investissement pour l'ensemble des 11 périodes de 10 années couvrant l'ensemble de l'étude. L'écart de performance sur l'ensemble des périodes de 10 années est significatif pour les quatre portefeuilles au seuil de 1%. Les résultats permettent de souligner que la surperformance des portefeuilles VQ sur l'univers d'investissement est persistante et significative.

	P/CF ROIC		P/B ROIC		P/S ROIC		PER ROIC		Univers
<i>Périodes 10 ans</i>	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé
1999-2009	14,14%	-4,933***	14,58%	-5,546***	9,88%	-2,903**	11,56%	-3,778***	4,29%
2000-2010	13,48%	-4,151***	14,79%	-5,524***	9,49%	-2,531**	11,19%	-3,235***	4,90%
2001-2010	12,31%	-3,884***	13,55%	-5,243***	7,76%	-2,204*	10,24%	-3,217**	4,46%
2002-2012	14,48%	-3,437***	15,71%	-4,448***	9,78%	-1,904*	12,33%	-3,449***	8,21%
2003-2013	16,59%	-3,531***	17,83%	-4,058***	10,90%	-1,974*	13,62%	-3,413***	8,91%
2004-2014	14,97%	-3,419***	15,55%	-3,596***	10,15%	-2,297**	11,61%	-3,112**	7,56%
2005-2015	13,75%	-3,499***	14,75%	-3,766***	9,99%	-2,164*	10,67%	-3,256***	6,42%
2006-2016	12,34%	-3,460***	12,98%	-3,681***	9,54%	-2,312**	9,40%	-3,254***	5,13%
2007-2017	14,37%	-3,482***	14,63%	-3,416***	12,28%	-2,244**	12,34%	-3,952***	7,07%
2008-2018	18,93%	-3,051**	20,80%	-4,046***	16,99%	-2,233*	18,55%	-5,773***	11,79%
2009-2019	16,09%	-2,446**	17,53%	-3,255***	14,25%	-1,740	15,96%	-4,084***	10,07%
Ensemble des périodes 10 ans	14,68%	-21,915***	15,70%	-28,290***	11,00%	-2,934***	12,50%	-13,988***	7,16%

Tableau 10 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) des périodes de 10 années des quatre portefeuilles Value-Quality et univers d'investissement ainsi que tests bivariés T de Student (tests non paramétriques de Wilcoxon-Mann-Whitney en gras).

Le tableau 11 présente les rendements annualisés pour l'ensemble des périodes d'une année ainsi que le rendement annualisé et les résultats du test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney pour l'ensemble de l'étude longitudinale (20 ans). Nous constatons que les portefeuilles P/B ROIC et PER ROIC surperforment l'univers d'investissement 18 années sur 20, tandis que le portefeuille P/CF ROIC surperforme 17 années sur 20 et le portefeuille P/S ROIC 16 années sur 20. Pour l'ensemble de l'étude de 20 années (1999-2019), les quatre portefeuilles ont une performance boursière significativement supérieure à l'univers d'investissement au seuil de 1%.

	P/CF ROIC	P/B ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	Univers
	Rdt annualisé	Rdt annualisé	Rdt annualisé	Rdt annualisé	Univers
2000	25,70%	25,95%	23,24%	22,13%	9,91%
2001	-2,06%	0,29%	-0,66%	-0,03%	-14,16%
2002	0,88%	0,57%	0,14%	2,64%	-15,96%
2003	28,51%	31,34%	29,97%	29,51%	23,62%
2004	32,63%	35,48%	23,50%	32,55%	22,13%
2005	54,29%	39,13%	41,51%	36,13%	32,10%
2006	37,23%	41,47%	32,01%	33,97%	24,93%
2007	5,52%	7,00%	0,11%	1,73%	1,49%
2008	-47,08%	-47,61%	-52,31%	-49,09%	-45,52%
2009	49,95%	56,36%	46,16%	46,92%	39,37%
2010	18,57%	28,30%	18,90%	18,17%	16,53%
2011	-11,65%	-10,03%	-15,28%	-8,26%	-17,72%
2012	22,17%	21,39%	20,63%	23,82%	19,53%
2013	54,17%	57,54%	43,83%	45,25%	31,95%
2014	15,35%	11,42%	15,45%	10,88%	7,77%
2015	38,64%	29,81%	39,44%	25,11%	18,70%
2016	21,16%	21,10%	26,72%	19,37%	10,60%
2017	26,25%	23,71%	28,08%	32,55%	21,90%
2018	-21,77%	-11,53%	-28,04%	-12,78%	-16,16%
2019	17,70%	18,86%	15,34%	17,74%	19,38%
1999-2019	15,10%	16,05%	12,04%	13,74%	7,14%
Wilcoxon-Mann-Whitney	-3,509***	-3,733***	-2,725***	-3,584***	

Tableau 11 : Rendements annuels (Rdt annualisé) des quatre portefeuilles Value-Quality et univers d'investissement ainsi que tests bivariés de Wilcoxon Mann-Whitney

§ 2 Analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées

La théorie financière classique énonce que le rendement est étroitement lié au risque, et que la surperformance implique fondamentalement un risque plus élevé. Nous intégrons alors à notre analyse explicative le ratio de Sharpe (couple rendement / risque) des quatre portefeuilles et de l'univers d'investissement. Le tableau 12 présente le ratio de Sharpe pour les trois périodes étudiées ainsi que les résultats statistiques obtenus par le test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney (tests de normalité en annexe 10)³⁴⁷. La théorie classique avance que la surperformance des portefeuilles *Value-Quality* s'explique par une prise de risque plus élevée. Ce n'est pas ce que nous constatons. Sur des périodes de 5 années, le portefeuille P/CF ROIC et le portefeuille PER ROIC offrent systématiquement un meilleur couple rendement / risque que l'univers d'investissement. Le P/B ROIC fait moins bien deux fois sur les seize périodes, et le P/S ROIC quatre fois. De plus, les quatre portefeuilles *Value-Quality* ont un meilleur ratio de Sharpe sur l'ensemble des périodes de 10 années ainsi que sur la période de 20 années. La surperformance des portefeuilles *Value-Quality* constatée dans les tableaux 9 à 11 ne s'explique alors pas par une prise de risque plus élevée. Par ailleurs, la définition du risque d'investissement comme envisagée ici, c'est-à-dire le risque de perte durable ou permanente de capital sur un horizon d'investissement minimum de 5 années, conforte l'analyse. Un seul portefeuille *Value-Quality* connaît le même nombre de périodes de perte de capital que l'univers d'investissement (P/S ROIC), tandis que deux autres n'en connaissent qu'une (P/CF ROIC, PER ROIC) et qu'un portefeuille n'en connaît aucune (P/B ROIC). L'observation des résultats statistiques permet d'indiquer que les portefeuilles *Value-Quality* affichent de manière significative au seuil de 1% un meilleur couple rendement / risque que l'univers d'investissement pour les périodes de 10 années. À horizon 5 ans, les résultats sont analogues pour trois portefeuilles (P/CF ROIC, P/B, PER ROIC), tandis que le portefeuille P/S ROIC présente un écart significatif au seuil de 5%. Au regard des résultats obtenus, il est possible de considérer que la performance boursière des portefeuilles ne peut trouver sa justification dans une prise de risque élevée.

³⁴⁷ Les symboles ***, ** et * montrent la significativité des tests respectivement à 1%, 5% et 10%.

	P/CF ROIC		P/B ROIC		P/S ROIC		PER ROIC		Univers
Périodes 5 ans									
1999-2004	0,90		0,95		0,90		0,99		0,11
2000-2005	0,83		0,96		0,87		1,01		0,27
2001-2006	1,45		1,63		1,49		1,80		0,76
2002-2007	1,66		2,07		1,48		1,73		1,65
2003-2008	0,20		0,18		0,01		0,08		0,02
2004-2009	0,25		0,24		0,10		0,13		0,10
2005-2010	0,13		0,20		0,01		0,06		0,03
2006-2011	-0,11		-0,03		-0,22		-0,15		-0,23
2007-2012	-0,03		0,03		-0,12		-0,04		-0,13
2008-2013	0,85		0,95		0,77		0,97		0,66
2009-2014	0,70		0,74		0,64		0,78		0,47
2010-2015	0,81		0,75		0,74		0,84		0,49
2011-2016	1,76		1,47		2,25		1,81		1,69
2012-2017	1,87		1,51		2,57		1,88		1,70
2013-2018	0,54		0,77		0,46		0,71		0,41
2014-2019	0,56		0,86		0,46		0,79		0,53
Ensemble des périodes 5 ans	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne
	0,77	-3,517***	0,83	-2,896***	0,78	-2,246**	0,84	-3,518***	0,53
Périodes 10 ans									
1999-2009	0,42		0,44		0,29		0,36		0,11
2000-2010	0,40		0,44		0,28		0,35		0,13
2001-2010	0,35		0,39		0,21		0,31		0,11
2002-2012	0,43		0,47		0,28		0,38		0,26
2003-2013	0,47		0,50		0,30		0,41		0,28
2004-2014	0,42		0,44		0,28		0,35		0,23
2005-2015	0,40		0,42		0,28		0,32		0,20
2006-2016	0,36		0,37		0,27		0,28		0,15
2007-2017	0,43		0,43		0,36		0,39		0,22
2008-2018	0,72		0,84		0,64		0,86		0,56
2009-2019	0,67		0,81		0,57		0,83		0,53
Ensemble des périodes 10 ans	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne
	0,46	-2,937***	0,50	-2,952***	0,34	-2,937***	0,44	-2,943***	0,25
Période 20 ans									
1999-2019	0,53		0,59		0,42		0,54		0,26

Tableau 12 : Ratio de Sharpe des portefeuilles Value-Quality et de l'univers d'investissement pour les périodes de 5, 10 et 20 années ainsi que tests non paramétriques de Wilcoxon Mann-Whitney. France, 1999-2019

Le tableau 13 présente les ratios de Sortino et la perte maximale enregistrée sur un horizon de cinq années pour les quatre portefeuilles et l'univers d'investissement. Les résultats obtenus par le ratio de Sortino suivent ceux obtenus par le moyen du ratio de Sharpe. Les portefeuilles VQ offrent pour l'ensemble de la période étudiée un meilleur couple rendement / risque que l'univers d'investissement. De plus, en considérant le risque réel d'investissement et non de spéculation, c'est-à-dire à horizon minimum de cinq années, les portefeuilles VQ semblent moins risqués. Seule la stratégie P/S ROIC enregistre une perte supérieure à l'univers d'investissement (-29,70% contre -26,11%). Les stratégies P/CF ROIC, P/B ROIC, et PER ROIC enregistrent une perte maximale inférieure à l'univers. Le portefeuille P/B ROIC ne présente par ailleurs aucune période de cinq années négative au niveau absolu.

	P/CF ROIC	P/B ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	Univers
Ratio de Sortino (1999-2019)	0,70	0,68	0,48	0,56	0,43
Maximum drawdown (5 années)	-12,28%	Aucun	-29,70%	-17,51%	-26,11%

Tableau 13 : Ratio de Sortino des portefeuilles VQ et de l'univers d'investissement pour l'ensemble de l'étude longitudinale.

Afin d'approfondir l'analyse, nous avons répertorié les rendements moyens des différentes actions de l'échantillon global (univers d'investissement) par décile. La figure 28 montre le rendement moyen par décile de capitalisation de façon croissante. Nous pouvons constater que la relation entre rendement et taille de capitalisation n'est pas linéaire, bien que les petites capitalisations aient tendance à surperformer les grandes capitalisations.

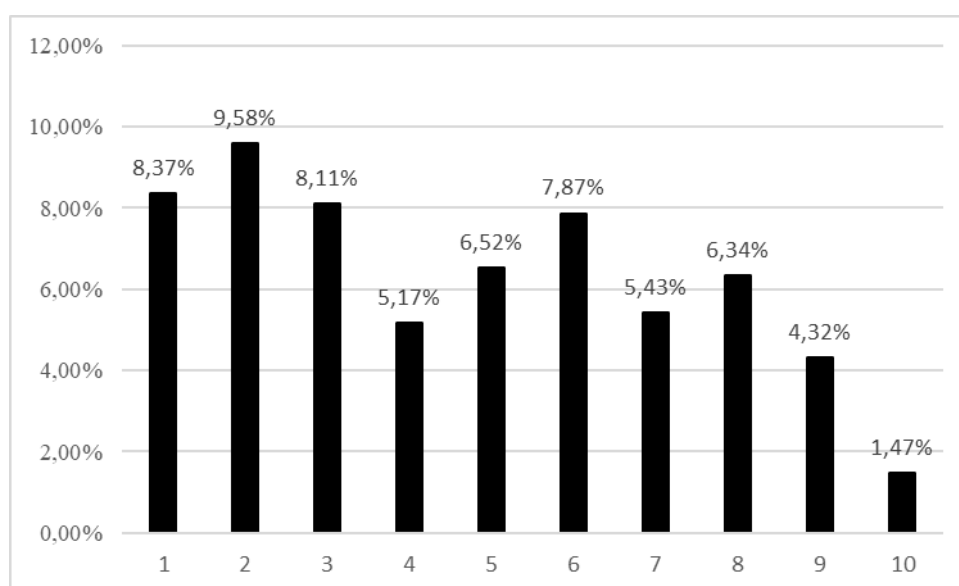


Figure 28 : Rendement moyen des entreprises par décile de capitalisation. France, 1999-2019

Le tableau 14 présente la capitalisation médiane de chacun des portefeuilles et de l'univers d'investissement de manière annualisée. La capitalisation boursière ne semble pas être un facteur pouvant justifier pleinement les écarts de performances. Les écarts de valorisations restent trop faibles pour expliquer les différences de rendements. De plus, le portefeuille P/S ROIC affiche un rendement annualisé de 12,04% pour une capitalisation médiane d'environ 720 millions d'euros, tandis que le portefeuille P/CF ROIC offre un rendement annualisé de 15,11% pour une capitalisation médiane d'environ 865 millions d'euros.

Année	P/CF ROIC	P/B ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	Univers
2000	494 862,50 €	381 777,50 €	545 163,00 €	421 918,50 €	909 031,50 €
2001	772 186,50 €	528 873,50 €	526 198,50 €	536 998,00 €	857 604,00 €
2002	558 457,50 €	646 322,50 €	637 065,50 €	609 366,00 €	877 892,00 €
2003	796 542,50 €	875 825,00 €	1 014 853,50 €	737 513,50 €	940 059,00 €
2004	827 697,00 €	858 043,50 €	926 601,50 €	838 705,00 €	845 861,00 €
2005	1 185 450,00 €	975 661,50 €	601 322,00 €	873 794,50 €	895 119,00 €
2006	2 156 082,00 €	2 156 082,00 €	688 160,50 €	1 930 973,00 €	989 698,00 €
2007	1 718 620,50 €	743 362,50 €	614 323,50 €	1 677 980,50 €	1 052 171,00 €
2008	1 188 211,50 €	707 258,00 €	686 626,00 €	660 705,50 €	1 137 005,00 €
2009	865 482,00 €	765 452,50 €	720 561,50 €	906 406,50 €	1 146 357,00 €
2010	1 047 216,50 €	849 674,50 €	828 871,00 €	913 140,00 €	1 127 134,00 €
2011	987 144,50 €	1 341 112,00 €	813 827,00 €	894 474,00 €	1 291 499,00 €
2012	1 406 699,50 €	676 714,00 €	1 094 863,00 €	732 297,50 €	1 281 611,00 €
2013	741 541,50 €	717 278,00 €	603 806,00 €	637 311,00 €	1 439 859,00 €
2014	708 808,00 €	388 979,00 €	753 119,50 €	728 331,50 €	1 308 798,00 €
2015	757 568,50 €	378 763,50 €	867 618,00 €	1 113 217,50 €	1 280 399,00 €
2016	605 105,00 €	493 783,00 €	665 809,50 €	530 559,00 €	1 068 715,00 €
2017	940 137,00 €	830 624,00 €	1 191 130,50 €	758 410,00 €	1 022 042,00 €
2018	861 261,50 €	694 061,00 €	977 790,00 €	772 148,00 €	1 164 227,00 €
2019	887 656,50 €	574 447,50 €	693 380,50 €	737 739,50 €	1 055 241,00 €
Moyenne	975 336,53 €	779 204,75 €	772 554,53 €	850 599,45 €	1 084 516,13 €
Médiane	865 482,00 €	717 278,00 €	720 561,50 €	758 410,00 €	1 068 715,00 €

Tableau 14 : Capitalisation médiane des portefeuilles et de l'univers. France, 1999-2019

Les facteurs permettant d'expliquer la différence des résultats entre portefeuille *Value-Quality* et univers d'investissement sont alors sans doute à trouver avec les niveaux de valorisation et/ou de rentabilité, comme suggéré par la théorie de l'investissement dans la valeur. La figure 29 présente les rendements moyens par décile de valorisations (P/CF, P/S, PER, P/B). Nous observons alors une relation linéaire entre le niveau de valorisation et le rendement des

entreprises. Les entreprises faiblement valorisées ont tendance à surperformer les entreprises fortement valorisées.

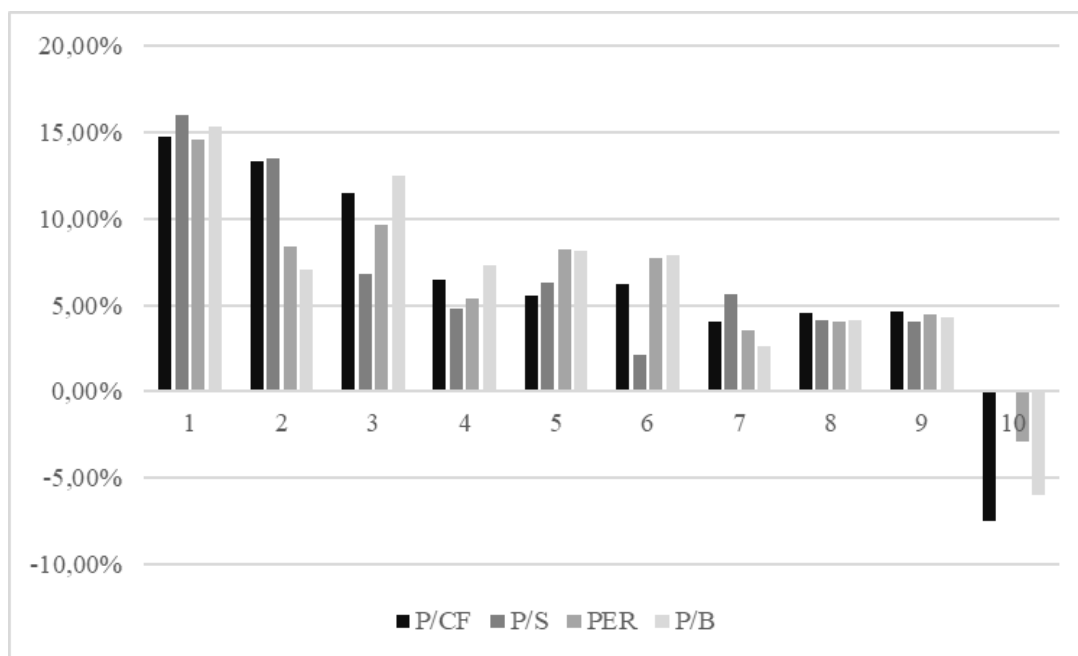


Figure 29 : Rendement moyen des entreprises par décile de valorisation. France, 1999-2019

Le tableau 15 affiche les niveaux de valorisation pour chacun des portefeuilles ainsi que pour l'univers d'investissement. Nous constatons que les portefeuilles *Value-Quality* ont tous un niveau de valorisation plus faible que l'univers d'investissement. Cette observation peut en partie expliquer la surperformance des portefeuilles *Value-Quality* sur l'univers d'investissement. Ces résultats corroborent la théorie de l'investissement dans la valeur et les écrits issus de la plus large étude de stratégies de gestion menée : « Acheter les chouchous du moment à Wall Street avec les évaluations les plus généreuses est l'une des pires choses que vous puissiez faire »³⁴⁸. Ces écarts suivent par ailleurs les travaux de Shiller³⁴⁹ et de Marks³⁵⁰ sur l'effet de balancier ou de retour à la moyenne, indiquant que ce qui a fortement augmenté a tendance à baisser et ce qui a baissé a tendance à remonter.

³⁴⁸ O'Shaughnessy, J. (2018). Ce qui marche à Wall Street. Valor Editions, p. 29.

³⁴⁹ Shiller, R. (2000). Exubérance irrationnelle. Valor Editions.

³⁵⁰ Marks, H. (2020). Maîtriser les cycles du marché. Valor Editions.

Année	P/CF ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	P/B ROIC	Univers			
	P/CF	P/S	PER	P/B	P/CF	P/S	PER	P/B
2000	5,78	0,51	12,30	1,33	9,48	0,92	20,70	2,34
2001	5,21	0,48	11,70	1,33	11,71	1,13	21,00	2,60
2002	4,46	0,32	9,45	1,14	8,32	0,89	14,20	1,99
2003	4,09	0,33	9,05	1,03	7,42	0,75	12,90	1,41
2004	4,33	0,40	11,50	1,15	7,54	0,89	14,30	1,67
2005	5,28	0,41	11,75	1,29	8,12	1,01	16,40	1,97
2006	6,42	0,45	11,50	1,39	10,21	1,12	16,70	2,04
2007	7,53	0,61	10,05	1,38	11,46	1,27	17,20	2,13
2008	6,67	0,55	9,00	1,14	10,01	1,14	14,70	1,94
2009	4,08	0,41	6,00	0,92	5,74	0,68	8,80	1,14
2010	4,43	0,36	11,50	1,01	7,47	0,78	12,35	1,35
2011	4,68	0,37	11,60	0,94	7,61	0,87	14,05	1,42
2012	3,16	0,29	6,85	0,84	6,43	0,61	9,20	1,12
2013	5,12	0,30	9,70	0,97	7,08	0,64	12,10	1,17
2014	5,98	0,33	12,00	1,13	8,73	0,85	14,90	1,50
2015	7,04	0,40	10,25	1,06	8,84	0,94	14,50	1,41
2016	6,14	0,49	10,75	0,97	10,21	1,04	15,55	1,69
2017	7,29	0,53	11,60	1,00	10,27	1,08	16,70	1,75
2018	8,12	0,56	10,15	1,03	11,33	1,25	17,70	2,00
2019	5,07	0,42	7,20	0,98	8,97	1,08	12,80	1,32

Tableau 15 : Valorisation médiane des portefeuilles et de l'univers. France, 1999-2019

La figure 30 expose les rendements moyens des entreprises de l'univers par décile de ROIC. Nous pouvons établir que la variable ROIC ne suit pas une trajectoire linéaire avec le rendement moyen.

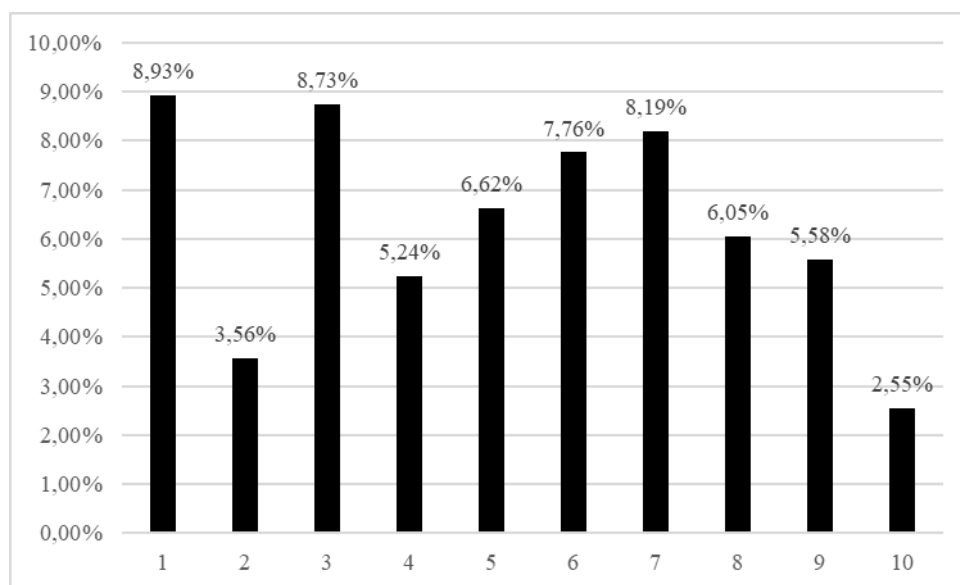


Figure 30 : Rendement moyen des entreprises par décile de ROIC. France, 1999-2019

Le tableau 16 présente le ROIC médian des quatre portefeuilles ainsi que celui de l'univers d'investissement. Nous pouvons alors constater que les portefeuilles *Value-Quality* possèdent un ROIC médian supérieur à l'univers d'investissement. Si le niveau de qualité (ROIC) ne peut pas à lui seul expliquer la surperformance des portefeuilles *Value-Quality*, il peut toutefois être replacé dans le fait qu'il permet d'éviter, en partie, les *value-trap* ou pièges de valeurs. Cette source d'explication a été abordée pour la première fois par Graham :

« Je suggère que l'analyste peut adopter deux approches fondamentalement différentes à l'égard des valeurs mobilières dans leur ensemble. Le premier que j'appelle le conventionnel, et qui repose principalement sur la qualité et les perspectives. J'appelle le second, de manière complémentaire, le pénétrant, et cela est basé sur la valeur³⁵¹. »

Jean-Jacques³⁵² suit cette même réflexion en indiquant que « L'investisseur dans la valeur emploie souvent une combinaison de facteurs qualitatifs et quantitatifs pour arriver à un niveau de sécurité pour une action ». C'est la combinaison d'une faible valorisation et d'une bonne qualité qui permet en partie d'expliquer la surperformance d'une stratégie *Value-Quality*. Nos résultats corroborent en ce sens les performances de Greenblatt³⁵³ ou encore les travaux de Novy-Marx³⁵⁴.

³⁵¹ Tiré de dix conférences présentées par Benjamin Graham au New York Institute of Finance de septembre 1946 à février 1947

³⁵² Jean-Jacques, D. (2003). *The 5 keys to value investing*. McGraw-Hill. p. 101.

³⁵³ Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

³⁵⁴ Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

Année	P/CF ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	P/B ROIC	Univers
2000	15,42	14,19	16,64	13,32	7,83
2001	15,10	13,40	15,38	12,36	9,03
2002	11,89	11,00	13,38	10,47	6,33
2003	8,72	9,53	11,72	7,43	5,72
2004	9,99	9,11	10,95	7,59	6,03
2005	10,62	10,89	12,69	9,49	6,74
2006	13,69	13,38	16,40	12,17	8,75
2007	15,13	14,19	15,65	14,19	9,18
2008	17,87	15,67	17,99	13,47	9,22
2009	12,64	13,72	12,64	10,67	6,66
2010	9,42	6,88	11,84	6,88	4,62
2011	12,11	9,34	14,03	9,22	6,25
2012	11,92	11,33	13,95	8,85	6,39
2013	11,71	10,08	12,10	9,02	6,50
2014	12,20	11,52	12,58	10,00	5,86
2015	11,67	10,31	12,77	8,54	5,35
2016	11,61	11,26	16,73	11,53	6,05
2017	13,92	13,15	15,87	10,85	6,77
2018	13,79	12,90	14,19	11,95	6,86
2019	11,12	12,94	11,60	11,12	5,83

Tableau 16 : ROIC médian des portefeuilles et de l'univers. France, 1999-2019

Section 4 Discussion et conclusion

« Beaucoup seront restaurés qui sont maintenant tombés, et beaucoup tomberont qui sont maintenant en honneur »

Horace

Les vingt années analysées permettent d'observer que la théorie de l'efficience des marchés défendue par Bachelier³⁵⁵ et approfondie par les membres de l'école de Chicago est largement discutable, au moins pour ce qui est du marché français sur la période 1999-2019. Cette constatation rejoint les résultats de Lakonishok, Shleifer et Vishny³⁵⁶, et enrichit l'hypothèse d'inefficience des marchés de Farmer, Nourry et Venditti³⁵⁷. Plutôt que de suivre aveuglément le marché ou les tendances, une stratégie semble faire ses preuves sur la durée : investir dans des titres de qualité à faible niveau de valorisation. Bien entendu, nous parlons ici d'investissement, il ne s'agit donc pas d'étudier une période de quelques jours, quelques mois ou encore quelques années, mais d'étudier la persistance d'une stratégie d'investissement sur le long terme. Les résultats ne dépendent aucunement de la chance, du hasard ou des aléas. Ils reposent sur le maintien discipliné d'une stratégie d'investissement et rejoignent les constats de Buffet³⁵⁸.

L'explication la plus commune pour justifier la surperformance d'une stratégie est une prise de risque supérieure. Bien que notre philosophie d'investissement ne considère pas le risque comme la volatilité mais comme une perte durable ou irréversible de capital (horizon 5 ans), l'analyse du ratio de Sharpe et du ratio de Sortino des portefeuilles *Value-Quality* montre que la performance n'est pas expliquée par une prise de risque plus importante. Au contraire, les portefeuilles *Value-Quality* sont moins risqués car ils subissent moins de périodes (5 ans) négatives que l'univers d'investissement et affichent une perte maximale à horizon 5 ans plus faible. La seconde explication la plus répandue est la différence de taille de capitalisation. Klarman explique que « Le prix des grandes capitalisations a tendance à être plus efficace que celui des petites capitalisations³⁵⁹ ». Toutefois, les résultats de notre recherche montrent que les

³⁵⁵ Bachelier, L. (1900). Théorie de la spéculation. Annales scientifiques de l'École normale supérieure, vol. 3, n° 17, pp. 21–86.

³⁵⁶ Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. The Journal of Finance, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.

³⁵⁷ Farmer, R. E., Nourry, C., & Venditti, A. (2012). The Inefficient Markets Hypothesis: Why Financial Markets Do Not Work Well in the Real World. National Bureau of Economic Research, n° W18647.

³⁵⁸ Buffett, W. (1984). The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. Hermes, Columbia Business School.

³⁵⁹ Klarman, S. (1991). Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor. Harper Collins. p. 98.

portefeuilles *Value-Quality* ont sensiblement la même taille de capitalisation que l'univers d'investissement, pour une performance bien supérieure. La taille de capitalisation ne peut alors justifier pleinement les écarts de performance. Il convient cependant de noter que les portefeuilles *Value-Quality* ont une capitalisation médiane pouvant être considérée comme *Mid-cap*, c'est-à-dire des entreprises de capitalisation moyenne. Les investisseurs institutionnels de par leurs volumes d'encours peuvent être freinés dans cette stratégie et privilégier les *Large-cap*, entreprises à forte capitalisation.

L'explication la plus plausible pouvant justifier la surperformance et le haut niveau du couple rendement / risque des portefeuilles *Value-Quality* se trouve sans doute dans les limites de la nature humaine. Shiller³⁶⁰ évoque le fait que les décisions des investisseurs et traders sont majoritairement motivées par les émotions plutôt que par un calcul rationnel. Graham a théorisé les mouvements boursiers liés à l'émotion des investisseurs par la métaphore de « M.Marché ». À savoir que les marchés ont tendance à fluctuer en fonction de deux extrêmes, la peur et la cupidité. Marks³⁶¹ parle d'un retour à la moyenne, d'un effet pendule. Anatole France disait bien que : « Il est dans la nature humaine de penser sagement et d'agir de façon absurde ».

Dans ce cadre, nous pouvons supposer qu'une stratégie *Value-Quality* permet d'acheter des entreprises de qualité, délaissées par les autres investisseurs pour des raisons émotionnelles. Le maintien d'une discipline basée sur les fondamentaux financiers permet d'éviter toute motivation émotionnelle et tout effet de mode. Klarman³⁶² évoque l'intérêt de maintenir une discipline stricte dans le temps pour conduire une stratégie d'investissement dans la valeur. Jean-Jacques³⁶³ estime que la discipline émotionnelle est un atout essentiel pour l'activité d'investissement. Nos observations permettent par ailleurs d'enrichir le changement paradigmatique entre finance classique et finance comportementale.

Les résultats de notre étude peuvent toutefois montrer certaines limites. La recherche porte uniquement sur le marché français et sur l'unique période 1999-2019. Il est possible que ces résultats soient différents dans une autre zone géographique et sur une autre période temporelle. Ils corroborent toutefois les résultats de Novy-Marx³⁶⁴ constatés aux Etats-Unis entre 1963 et

³⁶⁰ Shiller, R. (2000). Exubérance irrationnelle. Valor Editions.

³⁶¹ Marks, H. (2018). La chose la plus importante. Valor Editions.

³⁶² Klarman, S. (1991). Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor Harper Collins. Introduction.

³⁶³ Jean-Jacques, D. (2003). The 5 keys to value investing. McGraw-Hill. p. 4.

³⁶⁴ Novy-Marx, R. (2013). The Quality Dimension of Value Investing. University of Rochester.

2013, ainsi que ceux de Gustavsson et Strömberg³⁶⁵ sur le marché finlandais entre 2007 et 2017. En outre, les portefeuilles *Value-Quality* sont composés de 30 actions. Les résultats peuvent être différents avec un niveau de diversification dissemblable. La période de formation des portefeuilles peut faire varier les résultats. L'étude façonne les portefeuilles le dernier jour de chaque année, comme une large partie des études similaires. Cependant, il serait intéressant de tester cette même hypothèse pour des portefeuilles façonnés à différents moments de l'année.

Finalement, les résultats de notre recherche permettent de considérer que l'hypothèse 1 selon laquelle une stratégie d'investissement *Value-Quality* surperforme une stratégie indicielle n'est pas infirmée. Cette étude enrichit la littérature académique concernant la possibilité pour un investisseur de long terme d'être financièrement responsable et rentable.

³⁶⁵ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market. Lund University School of Economics and Management.

Nous avons analysé au cours de la première partie les fondements empiriques et théoriques de l'activité d'investissement, et particulièrement de l'investissement financièrement responsable. L'ensemble de cette réflexion logico-déductive a permis de faire émerger un socle théorique appuyé par une étude empirique au sujet de l'investissement dans les fondamentaux financiers avec une vision long terme. Il s'agissait de rapprocher une stratégie de gestion de portefeuille d'investissement avec le rôle utilitariste de l'investisseur dans l'accompagnement de l'économie réelle et productive, tout en s'écartant de la spéculation à court terme pouvant entraîner des dommages financiers et sociétaux.

Considérant que la substruction d'une gestion de portefeuille actions responsable se doit d'intégrer une approche financière et extra-financière, la deuxième partie s'organisera autour de l'analyse des théories et des pratiques actuelles du champ de la finance responsable. Le dessein final vise à faire émerger une stratégie de gestion de portefeuille actions associant performance financière et extra-financière.

Partie II : Intégration de paramètres extra-financiers pour une gestion de portefeuille responsable

La deuxième partie de cette recherche s'intéresse principalement aux aspects extra-financiers ainsi qu'à l'élaboration d'une gestion de portefeuille conciliant performance financière et extra-financière.

Le premier chapitre vise à analyser de façon logico-déductive les théories extra-financières sous-tendant l'activité d'investissement responsable. Ce chapitre retrace l'activité d'investissement responsable, des origines à nos jours, et se compose d'une analyse critique des méthodologies et théories d'analyse extra-financière courantes pour en chercher les faiblesses et les points d'amélioration.

Le second chapitre est constitué de deux études, visant à tester empiriquement certaines théories extra-financières consensuelles pour les réfuter ou les corroborer de façon quantitative. Les résultats obtenus devront permettre de faire émerger une fondation pour la mise en place d'une gestion de portefeuille financièrement et extra-financièrement performante.

Chapitre 3 : Analyse et choix de paramètres extra-financiers pour une gestion de portefeuille responsable

Après avoir étudié les principales théories financières en matière de gestion de portefeuille, et sélectionné une stratégie de gestion financièrement responsable et rentable sur le long terme, nous pouvons désormais nous intéresser au caractère purement extra-financier et éthique de la finance responsable. C'est la combinaison d'une philosophie d'investissement et d'une philosophie morale qui est susceptible de fonder la solidité d'une gestion de portefeuille responsable.

Les fondements de l'éthique apparaissent indécis et sujets à controverse, et ce, depuis les origines de la philosophie. En s'engageant dans cette recherche sur l'investissement responsable, il est apparu essentiel d'étudier les différents aspects se dissimulant sous le mot « éthique », ou encore sous la terminologie « responsable ». En effet, dès 1861, John Stuart Mill³⁶⁶ développe le fait qu'avant de débiter une recherche, il faut une idée claire et précise de ce qui est recherché.

Afin de comprendre le sens de l'éthique et du mot responsable, il est apodictique de se diriger vers la philosophie. La philosophie peut paraître abstraite et non conforme à la réalité des actions humaines. Toutefois, nous pouvons y trouver certaines fondations pour l'investissement responsable. En écoutant les arguments de la plupart des personnes au sujet des activités de certains acteurs de la finance, nous pouvons observer que l'opinion de celles-ci est relativement influencée par les pratiques leur apportant un certain bonheur. Il y a donc, dans cette vision, la fonction de l'utilité des actions afin d'établir si les faits sont favorables ou défavorables à l'Humanité. Cette fonction d'utilité a été un principe largement défendu par Bentham³⁶⁷ tout au long de sa vie (1748-1832). Bien que méprisée par nombre d'écoles philosophiques, cette fonction d'utilité est implicitement acceptée par le fait que les actions émettent une influence sur le bonheur. Kant expose un des principes fondateurs de l'obligation morale comme celui-ci : agis de telle sorte que la règle selon laquelle tu agis puisse être adoptée comme loi par tous les êtres raisonnables. L'utilité ne doit pas être présentée en opposition au plaisir, mais dans

³⁶⁶ Mill, J. (2018). *L'utilitarisme*. Flammarion.

³⁶⁷ Bentham, J. (2006). *Déontologie ou la science de la morale*. Encre Marine.

une recherche d'absence de douleur. Socrate présente le fait de favoriser la douleur ou le mal comme un manque de connaissance de ce qu'est le bien. Au XXI^{ème} siècle, nous avons le privilège d'avoir un accès facilité à de nombreuses informations liées à la responsabilité sociale des entreprises (RSE), *ceteris paribus*. Les acteurs du secteur financier peuvent donc, par des critères utilitaristes, établir si un investissement est favorable ou non à l'Humanité, et de fait à la société. Toutefois, il convient de préciser que les informations extra-financières sont en majeure partie issues des publications des entreprises, sans qu'un audit de leur qualité soit effectué de manière systématique.

La morale étant définie par les membres d'une société donnée et non de manière universelle, il apparaît crucial de pouvoir développer l'investissement responsable sur une base éthique acceptée de manière implicite ou explicite par l'ensemble des écoles philosophiques. Nietzsche disait bien qu'« il n'y a pas de phénomènes moraux, rien qu'une interprétation morale des phénomènes³⁶⁸ ». Comme l'indique Rommes³⁶⁹, l'éthique présente une double facette, l'une philosophique et l'autre pratique. Au sens philosophique du terme, l'éthique est l'étude de la morale, la science de la morale. Cette thèse ne souhaitant en aucun cas être moralisatrice, l'ambition est de prouver l'utilité d'une certaine éthique en finance. Avoir la connaissance des résultats émanant des actions humaines est une chance, la finance ne doit pas s'en écarter davantage. Les critères utilitaristes de la RSE³⁷⁰ peuvent être comparés à la raison de la réflexion grecque ou encore à celle des Lumières.

Une fois cette base posée, le chapitre 3 va pouvoir être développé. Le dessein est ici de présenter l'approche originelle de l'investissement responsable ainsi que son évolution dans le temps, pour enfin faire émerger une méthodologie extra-financière exploitable dans le cadre d'une gestion de portefeuille responsable.

³⁶⁸ Nietzsche, F. (1913). Par-delà le bien et le mal. Mercure de France. p. 125.

³⁶⁹ Rommes, J.-J. (2009). Ethique et Argent - un conflit éternel ? *Exposition Colours of money*.

³⁷⁰ La RSE désigne la responsabilité sociétale des entreprises, notamment par la prise en compte des préoccupations liées au développement durables.

Section 1 Du siècle des lumières à l'émergence des investissements éthiques

« Il se forma bientôt en Europe, une classe d'hommes moins occupés encore de découvrir ou d'approfondir la vérité, que de la répandre ; qui, se dévouant à poursuivre les préjugés dans les asiles où le clergé, les écoles, les gouvernements, les corporations anciennes les avaient recueillis et protégés, mirent leur gloire à détruire les erreurs populaires, plutôt qu'à reculer les limites des connaissances humaines, manière indirecte de servir à leurs progrès, qui n'était ni la moins périlleuse, ni la moins utile³⁷¹. »

§ 1 L'éthique dans les premiers investissements

Au cours de l'histoire, le pouvoir et la prédominance de certaines religions sur les sociétés, ont favorisé pendant de nombreux siècles le développement d'une éthique ou d'une morale en lien avec les valeurs de ces religions. En Occident, la culture judéo-chrétienne a eu un impact significatif sur l'adhésion à une certaine morale. Dans d'autres pays, l'islam a également eu un leadership quant aux mœurs et à une éthique particulière (finance islamique). Les premiers investissements éthiques trouvent leurs racines dans ces trois religions.

Il semblerait que ce que nous appelons aujourd'hui ISR (Investissement Socialement Responsable) se présente pour la première fois au XVIII^{ème} siècle avec le mouvement méthodiste³⁷². Certains chercheurs établissent l'apparition d'une forme d'investissement éthique avec les Quakers (Louche et Lydenberg³⁷³, Pagès³⁷⁴, Saadaoui³⁷⁵). La Société religieuse des Amis (Quakers) est une forme dissidente de l'Église anglicane ayant connu un développement conséquent, principalement au XVIII^{ème} siècle dans les pays de colonisation anglo-saxonne. Cette forme dissidente de l'anglicanisme prône la paix, l'intégrité, l'égalité et la simplicité. Les Quakers deviendront au fil du temps des parties prenantes essentielles du secteur économique en Grande Bretagne, notamment à partir du XIX^{ème} siècle dans l'industrie financière³⁷⁶. La lutte contre l'esclavage fût vraisemblablement le premier critère d'exclusion

³⁷¹ Condorcet. (1970). Esquisse d'un tableau historique des progrès de l'esprit humain (1793-1794). Paris : Librairie philosophique J. Vrin. p. 161.

³⁷² Arjalès, D.-L. (2010). Qu'est ce que l'investissement socialement responsable. Essec Business School & Ecole Polytechnique.

³⁷³ Louche, C., & Lydenberg, S. (2006). Investissement socialement responsable : différence entre Europe et États-Unis, Revue d'Économie Financière, n° 85, pp. 81-105.

³⁷⁴ Pagès, A. (2006). *Les performances de l'Investissement Socialement Responsable : mesures et enjeux*. Mémoire de fin d'études Majeure Finance HEC Paris.

³⁷⁵ Saadaoui, K. (2008). *L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? Analyse de la performance financière des fonds socialement responsables français*. Actes du 5^{ème} congrès de l'ADERSE.

³⁷⁶ Revelli, C. (2011). *La performance financière de l'investissement socialement responsable : approche meta-analytique*. Université Montpellier 1.

de l'investissement éthique, d'autres critères d'exclusion furent intégrés par la suite (armement, tabac, alcool...). Nous pouvons présenter la naissance d'un investissement éthique par un principe d'exclusion résultant de convictions religieuses. Le principe d'exclusion utilise des critères d'ordres moraux et/ou éthiques (Renneboog et *al.*³⁷⁷).

Un phénomène jamais proposé en corrélation avec le développement de la finance responsable peut être introduit ici. La naissance de l'investissement éthique apparaît en effet au même moment que l'émergence du siècle des Lumières. L'œuvre de Smith, *la théorie des sentiments moraux* en est une illustration, tout comme la pensée de Franklin ou encore celle de Voltaire. Ce développement semble en contradiction avec les trois religions monothéistes dominantes de l'époque, pour autant, la moralité et la raison sont pour les déistes le centre de leurs croyances. Véritablement, les déistes prônent de vivre une vie conforme à leur sens moral. Le mouvement des Lumières est majoritairement caractérisé par trois zones géographiques, la France, la Grande-Bretagne, et les colonies britanniques (USA). Ces zones restent encore majoritairement les lieux moteurs de l'ISR. Bien qu'ayant de nombreuses divergences, les Quakers et les philosophes des Lumières peuvent être déterminés comme étant à l'origine de l'investissement socialement responsable.

Présentement, ce que nous appelons ISR s'avère être le dénouement de deux philosophies relativement différentes. La première basée sur une morale religieuse, la seconde ayant pour racine le développement des libertés individuelles luttant également contre l'obscurantisme des religions et cherchant à déterminer une responsabilité et une rationalité aux actions humaines. La racine morale et religieuse de l'investissement possède un aspect punitif d'exclusion, principalement pour certains secteurs d'activités. Le désir de cette moralité religieuse est de favoriser un investissement respectant à la fois la dimension personnelle des acteurs financiers, tout en y associant une dimension dogmatique concernant les principes financiers de la religion en question. En 1758, au *Quaker Philadelphia Yearly Meeting*, le mouvement renonça au commerce d'êtres humains. Cette décision fût prise bien avant celle de Lincoln en 1865 avec le treizième amendement de la constitution américaine : « Ni esclavage ni servitude involontaire, si ce n'est en punition d'un crime dont le coupable aura été dûment condamné, n'existeront aux États-Unis ni dans aucun des lieux soumis à leur juridiction ». Cet évènement est un fait notable

³⁷⁷ Renneboog, Luc, Ter Horst, Jenke, Zhang, & Chendi. (2008). Socially Responsible Investments : Institutional Aspects Performance, and Investor Behavior. *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 9, pp. 1723-1742.

de l'histoire humaine, il est également un exemple de rapprochement entre certaines valeurs religieuses et certaines valeurs des hommes des Lumières.

Pour trouver des différences importantes entre ces deux visions, nous pouvons mettre en exergue la volonté individuelle de liberté en responsabilité de l'homme, en opposition à une collectivité religieuse. Le mouvement des Lumières s'inspire particulièrement du cartésianisme et non d'une volonté d'un dieu quelconque. Cette branche fondatrice de la finance éthique cherche le rationalisme tout en essayant de développer une éthique indépendante de la religion.

§ 2 D'une forme disparate d'éthique à l'investissement socialement responsable (ISR)

Ce paragraphe s'organise en quatre temps. Le premier temps est consacré aux motivations des investisseurs pour l'investissement responsable, tandis que le deuxième est quant à lui articulé autour des motivations des entreprises. Le troisième temps est dédié à la jonction des motivations des investisseurs et des entreprises. Finalement, le quatrième est structuré autour du lien entre théorie financière et investissement responsable.

A. Les motivations des investisseurs

Le début de l'esprit des Lumières apparaît indubitablement dans la seconde moitié du XVII^{ème} siècle avec le développement des sciences et de la raison, en opposition à l'absolutisme dogmatique religieux et étatique. On peut notamment citer Fontenelle et l'*Histoire des oracles*. Par cette œuvre, l'auteur cherche à contester les croyances de l'église, pour les remplacer par la raison. L'esprit des Lumières s'enquit de vérifier les faits avant d'adopter une théorie. Une morale historique est alors remise en question par le moyen du raisonnement et de la téléologie, donc de l'utilitarisme.

De manière plus contemporaine, l'investissement socialement responsable prend réellement forme entre la fin du XIX^{ème} siècle et le début XX^{ème} siècle aux États-Unis durant la période qualifiée d'« *age of reform* ». Cette période fait suite à la fin de la guerre de Sécession, opposant les États industriels du Nord aux États confédérés du Sud (USA), surtout autour de la question de l'esclavage. Cette époque est singulièrement caractérisée par l'importance et le développement de trois principaux points, allant d'un changement institutionnel à la protection sociale, en passant par une redéfinition des actions individuelles remettant en cause et combattant différentes actions et différents domaines d'activités tels que le tabac, l'alcool et les autres drogues.

Comme évoqué *ab ante*, les premiers critères de l'ISR étaient plutôt d'ordre moral, notamment avec les différentes doctrines des églises. Ce n'est donc pas étonnant si le premier fonds d'investissement en bourse résulte d'un principe d'exclusion lié à la morale religieuse. Revelli évoque la création en 1928 du *Pioneer Fund*, un fonds excluant les secteurs tels que l'industrie du jeu, du tabac, ou encore de l'alcool (les secteurs dit du péché)³⁷⁸.

Pour donner suite à ces exclusions émanant purement de critères moraux, l'émergence et le développement des exclusions normatives voient l'avènement en 1971 aux Etats-Unis du *Pax World Fund*. Ce fonds peut être considéré comme le premier fonds « universellement » socialement responsable, et non exclusivement religieusement moralisateur (bien que ces fondateurs soient issus de l'église méthodiste). Les exclusions reposaient sur la corruption, le blanchiment d'argent, le travail des enfants, c'est-à-dire des principes éthiques universels, mais également accompagnés d'exclusions d'ordre religieux.

Plus récemment, c'est le développement de l'activisme actionnarial et la contestation politique qui remplace les critères éthiques religieux des investisseurs. Capron et Quairel-Lanoizelée³⁷⁹ indiquent que l'objectif est désormais de faire pression sur les entreprises afin de faire en sorte qu'elles respectent les valeurs sociétales. L'influence n'est alors plus exclusivement religieuse mais aussi issue des membres de la société civile³⁸⁰. Dejean³⁸¹ exprime alors le fait que l'activisme actionnarial s'exprime dans la gouvernance d'entreprise, que ce soit sous l'approche actionnariale ou partenariale. Les actionnaires jouent un rôle important dans la prise en compte par les entreprises des facteurs extra-financiers. C'est d'ailleurs ce que montrent Cao, Peng et Ye³⁸² en indiquant que l'actionnariat est associé aux rapports sur la RSE en Chine sur la période 2008-2015, ou encore Tao, Hui et Chen³⁸³ sur les entreprises de l'indice Russel 1000 pour la période 1991-2012.

³⁷⁸ Revelli, C. (2011). *La performance financière de l'investissement socialement responsable : approche meta-analytique*. Université Montpellier 1 .

³⁷⁹ Capron, M., & Quairel-Lanoizelée, F. (2004). *Mythes et réalités de l'entreprise responsable : acteurs, enjeux, stratégies*. Paris: Éditions La Découverte.

³⁸⁰ De Brito, C., Desmartin, J.-P., Lucac-Leclin, V., & Perrin, F. (2005). *L'investissement Socialement Responsable*. Economica.

³⁸¹ Déjean, F. (2005). *L'investissement socialement responsable : étude du cas français*. Paris: Éditions Vuibert.

³⁸² Cao, F., Peng, S., & Ye, K. (2019). Multiple Large Shareholders and Corporate Social Responsibility Reporting. *Emerging Markets Review*, vol. 38, pp. 287-309.

³⁸³ Tao, C., Hui, D., & Chen, L. (2020). Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility. *Journal of Financial Economics*, vol. 135, n° 2, pp. 483-504.

B. Les motivations des entreprises

Nous pouvons par ailleurs noter que l'essor de l'investissement responsable, ou du moins son aspect de durabilité est en partie lié à l'évolution de la gouvernance d'entreprise et de la RSE³⁸⁴. La RSE enveloppe les politiques, les pratiques ainsi que les projets des entreprises, dans le dessein de remplir leur rôle pour le bien social³⁸⁵, et tout ce qui améliore le bien-être de la terre et de ses organismes vivants³⁸⁶. Hirigoyen et Poulain-Rehm³⁸⁷ vont plus loin en évoquant le fait que le concept de responsabilité sociétale des entreprises valorise l'idée d'une performance globale et multidimensionnelle, et plus uniquement économique et financière. Les auteurs indiquent également que cette évolution pose une exigence qualitative de management durable en redéfinissant ses normes et ses valeurs.

Revelli³⁸⁸ signale que la genèse de la RSE débute au XIX^{ème} siècle avec le développement du paternalisme entrepreneurial et du patronage, orientée par des aspects religieux et moralisateurs. Toutefois, nous pouvons spécifier que le concept moderne de RSE découle des conférences des Nations Unies, notamment durant le sommet de Stockholm. Cet événement fut vraisemblablement un catalyseur important du développement de l'éthique des affaires et de la RSE. Crifo et Rebérioux³⁸⁹ indiquent plus précisément que la communication extra-financière a connu son développement de manière conjointe aux pratiques de gouvernance d'entreprise. Les auteurs vont encore plus loin en soulignant que la relation entre gouvernance d'entreprise et RSE est déterminante pour la finance durable. Cette récente évolution est marquée par la transition d'un modèle actionnarial (*shareholder*³⁹⁰) vers un modèle partenarial (*stakeholder*³⁹¹). Le modèle actionnarial basé sur le marché et la concurrence, dont l'objectif central est la maximisation de la valeur pour les actionnaires, a montré ses faiblesses. Letza et

³⁸⁴ RSE = Responsabilité Sociale des Entreprises

³⁸⁵ Matten, D., & Moon, J. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. *The Academy of Management Review*, vol. 33 n° 2, pp. 404-424.

³⁸⁶ Brickson, S. L. (2007). Organizational Identity Orientation : The Genesis of the Role of the Firm and Distinct Forms of Social Value. *Academy of Management Review*, vol. 32, n° 3, pp. 864-888.

³⁸⁷ Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2014). Les relations de causalité entre responsabilité sociétale des entreprises et performance financière : approche internationale. *Gestion 2000*, vol. 31, n° 1-2, pp. 153-177.

³⁸⁸ Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. *Revue française de gestion*, n° 236, pp. 79-92.

³⁸⁹ Crifo, P., & Rebérioux, A. (2015). Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : Nouvelle frontière de la finance durable ? *Revue d'économie financière*, n° 117, pp. 205-223.

³⁹⁰ Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.

³⁹¹ Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Marshfield : Pitman Publishing Luc.

*al.*³⁹² citent notamment des faiblesses concernant le pouvoir des actionnaires, les intérêts des parties prenantes, la moralité et l'éthique sociale ainsi qu'un certain excès de court-termisme.

Le modèle de gouvernance partenariale prend sa source dans la théorie des parties prenantes, proposant une approche participative de la stratégie et dont l'objectif est la maximisation de la valeur pour l'ensemble des parties prenantes, et non plus exclusivement pour les actionnaires. Persais³⁹³ souligne que l'approche partenariale, à l'opposé de l'approche actionnariale, ne privilégie pas les intérêts financiers des actionnaires aux préjudices financiers ou extra-financiers des parties-prenantes, elle cherche à concilier les intérêts de chacun. Nous pouvons ainsi distinguer, d'un côté, le modèle actionnarial permettant aux actionnaires de maximiser leurs intérêts³⁹⁴, et, d'un autre côté, le modèle partenarial considérant l'entreprise comme lieu de responsabilité vis-à-vis des parties prenantes³⁹⁵. Gill³⁹⁶ note alors que c'est logiquement par la mise en place de la RSE que les dirigeants parviendraient à pondérer les différents intérêts financiers et extra-financiers.

Il semblerait par ailleurs qu'un lien positif entre le comportement vertueux d'une entreprise et la confiance accordée par les parties prenantes existe. Selon Dyer et Chu³⁹⁷, la confiance entraîne des coûts de transactions plus faibles. Covey³⁹⁸ va encore plus loin en exprimant le fait qu'une relation de confiance entre entreprise et parties prenantes amène à une augmentation de la valeur, une meilleure croissance, une meilleure innovation, un partenariat plus solide et une loyauté renforcée.

C. La jonction des intérêts des investisseurs et des entreprises

La motivation conduisant les entreprises à établir une démarche RSE peut venir de deux sources, par une motivation intrinsèque ou par une motivation extrinsèque. La motivation intrinsèque peut découler de différents facteurs. Nous pouvons évoquer une motivation liée à

³⁹² Letza, S., Sun, X., & Kirkbride, J. (2004). Shareholding Versus Stakeholding: A Critical Review. *An International Review*, vol. 12, n° 2, pp. 242-262.

³⁹³ Persais, E. (2013). RSE et gouvernance partenariale, *Gestion 2000*, vol. 30, pp. 69-86.

³⁹⁴ Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 737-783.

³⁹⁵ Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, vol. 69, n° 1, p. 1-35.

³⁹⁶ Gill, A. (2008). Corporate Governance as Social Responsibility : A Research Agenda. *Berkeley Journal of International Law*, vol. 26, pp. 452-478.

³⁹⁷ Dyer, J. H., & Chu, W. (2003). The Role of Trustworthiness in Reducing Transaction Costs and Improving Performance: Empirical Evidence from the United States, Japan, and Korea. *Organization Science*, vol. 14, n° 1, pp. 57-68.

³⁹⁸ Covey, S. M. (2008). *The Speed of Trust : The One Thing that Changes Everything*. New York : Free Press.

la morale des managers³⁹⁹, à la valeur⁴⁰⁰, à des avantages économiques⁴⁰¹ ou encore au fait que les employés s'en soucient⁴⁰². La motivation extrinsèque provient quant à elle des pressions des consommateurs, des actionnaires, des médias ou encore des exigences réglementaires⁴⁰³. C'est la concordance des visions des investisseurs et des entreprises qui a naturellement conduit à ce que nous appelons l'investissement responsable.

Aujourd'hui, l'ISR revêt de nombreuses définitions. Une définition compendieuse a été donnée dans l'ouvrage *L'investissement Socialement Responsable*⁴⁰⁴ : l'ISR peut se définir au sens large comme une pratique d'investissement qui intègre des éléments non strictement financiers dans la décision d'allocation de fonds. Toutefois, Novethic précise cette définition dans son règlement du Label des fonds ISR (2015) : il s'agissait de l'application des principes du développement durable à l'investissement. Approche consistant à prendre simultanément et systématiquement en compte les trois dimensions que sont l'environnement, le social / sociétal et la gouvernance (ESG) en sus des critères financiers usuels. Les modalités de mise en œuvre peuvent revêtir des formes multiples fondées sur la sélection positive, l'exclusion ou les deux à la fois. Le tout intégrant le cas échéant, des critères de dialogue avec les émetteurs. L'Association Française de la Gestion financière (AFG), ainsi que le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), ont développé une définition commune confortant la définition précédente. Néanmoins, cette définition ne semble pas gravée dans le marbre. Comme l'indique Touma⁴⁰⁵, les approches divergent entre les zones géographiques tout comme entre les acteurs d'un même pays. Dans un rapport datant de 2015, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) évoque l'aspect évolutif et complexe de l'ISR, notamment par le fait que l'ISR recouvre diverses démarches d'intégration⁴⁰⁶. En outre, le rapport fait le constat qu'« Une même approche ISR peut mener à la construction de portefeuilles peu comparables. Et

³⁹⁹ Heugens, P., Kaptein, M., & van Oosterhout, J. (2008). Contracts to Communities: A Processual Model of Organizational Virtue. *Journal of Management Studies*, vol. 45, n° 1, pp. 100-121.

⁴⁰⁰ Looser, S., & Wehrmeyer, W. (2015). Doing Well or Doing Good ? Extrinsic and Intrinsic CSR in Switzerland. *UWF*, vol. 23, n° 4, pp. 227-240.

⁴⁰¹ Graafland, J. J., & Mazereeuw-Van der Duijn Schouten, C. (2012). Motives for Corporate Social Responsibility. *De Economist*, vol. 160, n° 4, pp. 377-396.

⁴⁰² Vlachos, P., Panagopoulos, N., & Rapp, A. (2013). Feeling Good by Doing Good: Employee CSR-Induced Attributions, Job Satisfaction, and the Role of Charismatic Leadership. *Journal of Business Ethics*, vol. 118, n° 3, pp. 577-588.

⁴⁰³ Brickson, S. L. (2007). Organizational Identity Orientation : The Genesis of the Role of the Firm and Distinct Forms of Social Value. *Academy of Management Review*, vol. 32, n° 3, pp. 864-888.

⁴⁰⁴ De Brito, C., Desmartin, J.-P., Lucac-Leclin, V., & Perrin, F. (2005). *L'investissement Socialement Responsable*. Économica.

⁴⁰⁵ Touma, A. (2018). *L'investissement responsable, Transformer ses valeurs en épargne*. RB Edition.

⁴⁰⁶ De Juvigny, B., Parain, X., & Gemelgo, P. (2015). Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective.

inversement, de grandes similitudes entre un portefeuille géré selon une démarche ISR et un portefeuille non ISR de même classification ».

D. Théorie financière et investissement responsable

Popper indiquait que les théories légitimes sont des théories réfutables qui n'ont pas encore été réfutées par la réalité. Rainelli-Le Montagner⁴⁰⁷ considère que la plupart des théories financières classiques sont difficilement réfutables ou que les observations empiriques auraient dû conduire à leur rejet. Nous l'avons observé précédemment (chapitre 1), la théorie financière classique a été remise en cause par le développement de la finance comportementale, notamment à partir des années 1980 sous l'impulsion des travaux de Shiller⁴⁰⁸, Kahneman et Tversky⁴⁰⁹ ou encore Basu⁴¹⁰.

Une première rupture paradigmatique s'est produite, une nouvelle émerge avec le développement de la prise en compte des enjeux extra-financiers. Le concept de la recherche de maximisation du profit pour les actionnaires est alors remis en question par la prise en compte des parties prenantes et de la société en règle générale. Hirigoyen précise cette évolution comme suit : « L'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires de la théorie financière classique ne suffit pas, il faut prendre en compte les intérêts des parties prenantes qui, au sens large du terme, correspondent à l'ensemble des acteurs en relation avec l'entreprise⁴¹¹ ». En ce sens, la loi PACTE a modifié l'article 1833 du code civil en indiquant que si « toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés », elle doit également être « gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité »⁴¹². Le développement de la prise en compte des enjeux sociétaux modifie de fait la théorie financière classique.

En outre, les observations empiriques exprimant la relation entre spéculation frénétique à court terme et krach financier laisse à imaginer que si un gérant de portefeuille doit prendre en considération les enjeux sociaux de ses activités, il doit se détourner des théories financières

⁴⁰⁷ Rainelli-Le Montagner, H. (2006). Financial Theory on Ethics : The Reasons for Silence. *Finance & Bien Commun*, n° 24, pp. 20-27.

⁴⁰⁸ Shiller, R. (2000). *Exubérance irrationnelle*. Valor Editions.

⁴⁰⁹ Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, vol. 47, n° 2, pp. 263-291.

⁴¹⁰ Basu, S. (1983). The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value And Return For NYSE Common Stocks: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, n° 12, pp. 129-156.

⁴¹¹ Hirigoyen, G. (2019). Théorie et modélisation financières. Antécédents et perspectives. *Entreprise & Société*, n° 6, pp. 33-71.

⁴¹² Version en vigueur depuis le 24 mai 2019.

classiques basées sur une vision court terme, sur le socle de la valeur actionnariale et sur le fondement de la rationalité de l'agent. C'est d'ailleurs ce que notait Jean-Claude Trichet⁴¹³ au lendemain de la bulle internet en citant les principaux facteurs conduisant au déséquilibre financier (les stratégies à court terme, le comportement mimétique, la gestion indicielle, les techniques de gestion du risque). Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) lancés par les Nations Unies en 2006 à destination des acteurs du secteur financier viennent pareillement modifier les pratiques. Ces principes sont au nombre de six et visent à encourager les investisseurs à recourir à l'investissement responsable dans le dessein non seulement d'améliorer les rendements, mais aussi et surtout d'optimiser la gestion des risques.

- Principe 1 : Nous intégrerons les questions ESG dans l'analyse des investissements et les processus décisionnels.
- Principe 2 : Nous serons des propriétaires actifs et intégrerons les questions ESG dans nos politiques et pratiques de propriété.
- Principe 3 : Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de fournir des informations appropriées sur les questions ESG.
- Principe 4 : Nous encouragerons l'acceptation et la mise en œuvre des Principes dans le secteur de l'investissement.
- Principe 5 : Nous travaillerons ensemble pour améliorer notre efficacité dans la mise en œuvre des Principes.
- Principe 6 : Nous rendrons compte chacun de nos activités et des progrès accomplis dans la mise en œuvre des Principes.

Le mouvement engagé depuis le développement de l'ISR à la fin des années 1990 remet en question la théorie financière classique guidée exclusivement par le risque financier et le rendement financier, pour faire émerger une théorie générale de la finance. Suivant cette idée, Fullwiler⁴¹⁴ indique que cette théorie générale pourrait intégrer les éléments suivants :

- Plus de valeurs (financière et extra-financières),
- Plus de type de rendement (financiers et extra-financiers),
- Prendre l'ESG comme classe de risque,
- Des innovations financières encourageant plus de durabilité,

⁴¹³ Banque de France. (2002). Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière. Bulletin de la Banque de France, n° 102, pp. 37-46.

⁴¹⁴ Fullwiler, S. T. (2015). Sustainable Finance : Building a More General Theory of Finance. Global Institute for Sustainable Prosperity, Working Paper n° 106

- La comptabilité financière et extra-financière,
- L'effet du temps.

Le changement paradigmatique de la théorie financière semble inéluctable, notamment par le développement de nouvelles règles institutionnelles. Le questionnement quant à la forme des développements théoriques reste en cours. Rainelli-Le Montagner considère alors qu'« *Il y a probablement de la place pour inclure dans les programmes plus de cours dans une nouvelle discipline, plus proche de la sociologie, qui tenteraient de décrire les marchés et les institutions financières, les réseaux sociaux et les relations de pouvoir. Une telle discipline nécessiterait une bonne compréhension de la théorie et de la pratique financières traditionnelles et pourrait placer les questions éthiques au cœur de son projet. Il reste beaucoup à faire ici, ce qui est en fait une bonne nouvelle pour les universitaires intéressés par ces questions*⁴¹⁵ ».

§ 3 Le rapportage extra-financier des entreprises

Si le concept de responsabilité sociétale des entreprises est issu des États-Unis, le *reporting* ou rapportage extra-financier émerge principalement en France au début du XXI^{ème} Siècle⁴¹⁶. Son développement résulte de plusieurs catalyseurs. En effet, la pression croissante des ONG sur les impacts sociétaux et environnement des entreprises en est un moteur important, tout comme le risque d'image des entreprises auprès de leurs clients et plus globalement de la société. C'est dans ce contexte que certaines entreprises ont mis en place une déclaration volontaire de leurs engagements sociétaux et de durabilité dès la fin des années 1990. Nous pouvons également souligner que Koffi Annan (secrétaire général de l'ONU) a donné un élan important à la RSE en 1999 par sa demande auprès des dirigeants des grandes entreprises à adhérer au Pacte mondial (les dix principes du Pacte mondial en annexe 11). Depuis ces déclarations volontaires, le développement et le renforcement d'un cadre extra-financier institutionnel et juridique ne cesse de s'enrichir. Caron et *al.*⁴¹⁷ évoquent l'évolution du nombre de rapports extra-financiers produits au niveau mondial, débutant à moins de 100 annuellement en 1993 à plus de 500 en 1999 pour arriver à près de 25 000 en 2015.

⁴¹⁵ Rainelli-Le Montagner, H. (2006). Financial Theory on Ethics : The Reasons for Silence. Finance & Bien Commun, n° 24, pp. 20-27.

⁴¹⁶ Gond, J.-P., & Igalens, J. (2018). La responsabilité sociale de l'entreprise. Presses Universitaires de France.

⁴¹⁷ Caron, M.-A., Arroyo, P., & Clermont, E. (2016). Enjeux communicationnels de la protection de l'immatériel: qualité de l'information extra-financière pour l'investisseur et autres parties prenantes. Revue Cossi, n° 1, pp. 28-44.

À l'image de la pluralité des approches et des définitions de l'investissement responsable, il existe plusieurs définitions du rapportage extra-financier. Nous retenons toutefois celle proposée par le Ministère de la transition écologique :

« Le rapportage extra-financier consiste pour une entreprise à communiquer sur les implications sociales, environnementales, sociétales de ses activités ainsi que sur son mode de gouvernance. Il constitue un fondement important de la politique de responsabilité sociétale des entreprises de l'entreprise vis-à-vis de ses parties prenantes, des citoyens et de l'État⁴¹⁸. »

Il vise à atteindre plusieurs objectifs. Jensen et Berg⁴¹⁹ considèrent que les entreprises sont initialement motivées à développer un rapport extra-financier dans le dessein de répondre aux pressions sociétales. Les auteurs ont développé cette conclusion en observant que les entreprises adoptant des rapports extra-financiers sont situées davantage dans des pays dans lesquels le système de gouvernance est plus favorable à la défense des droits des actionnaires, le système éducatif est meilleur, le taux de syndication est élevé. Aron et Chtourou⁴²⁰ indiquent que le but de la communication RSE pour les entreprises est d'influencer la manière dont la cible, les clients perçoivent l'organisation. Boistel⁴²¹ parle alors d'une influence sur la réputation de l'entreprise, engendrant un avantage concurrentiel, attirant les clients et les investisseurs. Frías-Aceituno et al.⁴²² observent quant à eux une relation entre la communication et la transparence des entreprises avec leur niveau concurrentiel intra-sectoriel. Un faible niveau concurrentiel désincite alors de manière significative les entreprises à communiquer de manière extra-financière. Cependant, Gond et Igalens⁴²³ soulignent que le développement de la RSE, et donc des communications, est source de nombreux concepts et théories, créant inévitablement une confusion grandissante. Nous pouvons illustrer ce propos par la figure 31, illustrant l'accumulation des principaux concept relatifs à la RSE.

⁴¹⁸ Ministère de la transition écologique. (2021). Le rapportage extra-financier des entreprises. Source : [www.ecologie.gouv.fr: https://www.ecologie.gouv.fr/rapportage-extra-financier-des-entreprises](https://www.ecologie.gouv.fr/rapportage-extra-financier-des-entreprises)

⁴¹⁹ Jensen, J. C., & Berg, N. (2012). Determinants of Traditional Sustainability Reporting Determinants of Traditional Sustainability Reporting. *Business Strategy & the Environment*, vol. 21, n° 5, pp. 299-316.

⁴²⁰ Aron, S., & Chtourou, A. (2014). Valeurs, comportements et communication en matière de RSE : quelle cohérence pour les firmes françaises. *Gestion 2000*, vol. 31, pp. 91-115.

⁴²¹ Boistel, P. (2008). La réputation d'entreprise : un impact majeur sur les ressources de l'entreprise. *Revue Management & Avenir*, n° 17, pp. 11-27.

⁴²² Frías-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L., & García-Sánchez, J. M. (2013). Is Integrated Reporting Determined by a Country's Legal System ? An Exploratory Study. *Journal of Cleaner Production*, vol. 69, pp. 60-72.

⁴²³ Gond, J.-P., & Igalens, J. (2018). *La responsabilité sociale de l'entreprise*. Presses Universitaires de France. p. 41.

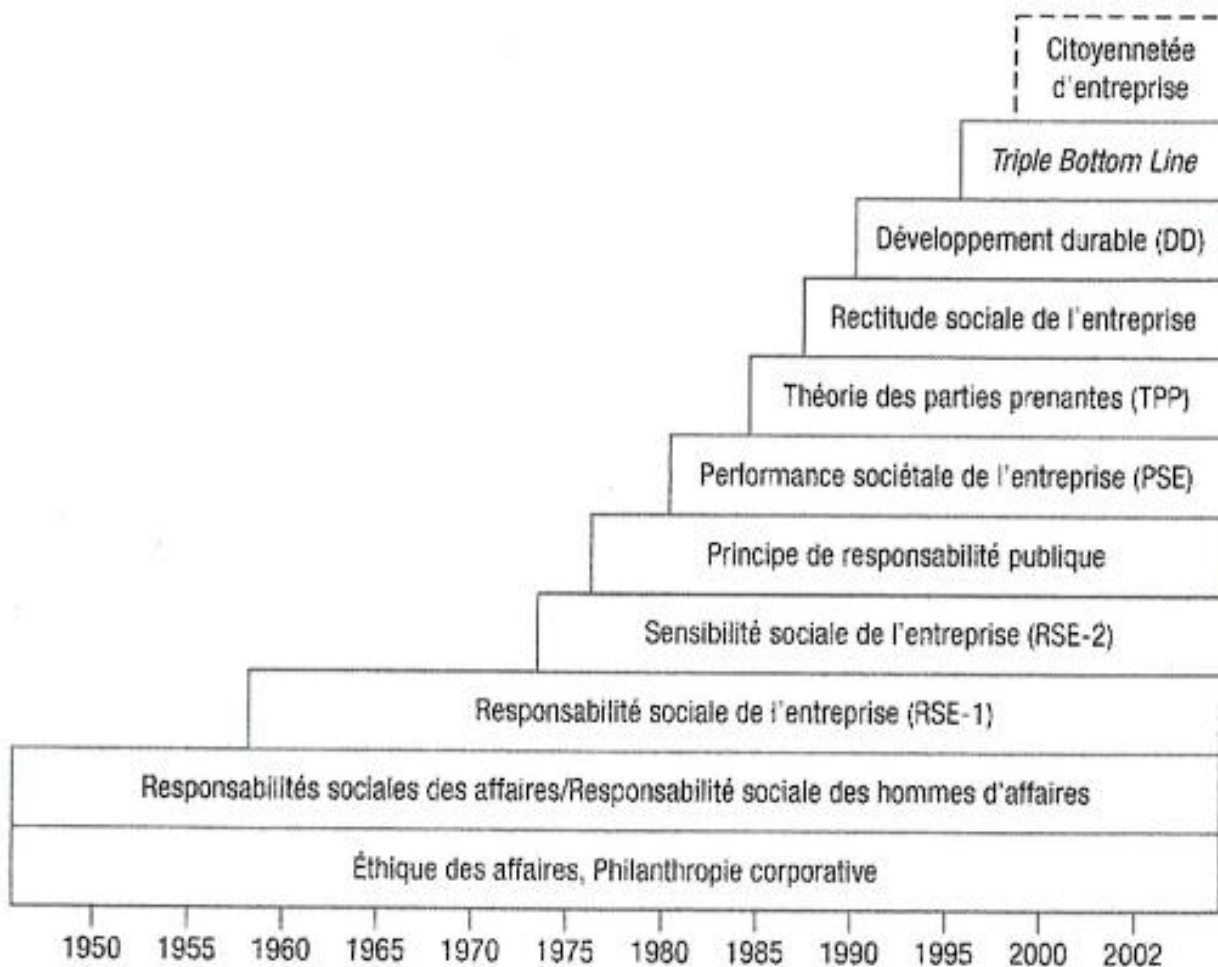


Figure 31: Accumulation de principaux concept relatifs à la RSE⁴²⁴

L'accumulation des concepts et la demande des parties prenantes incitent à faire naître des initiatives afin de construire un modèle de rapportage RSE ou extra-financier permettant de rendre compte de manière uniformisée des impacts liés aux actions des entreprises. C'est dans ce sens que le cadre législatif et réglementaire s'enrichit depuis la loi NRE⁴²⁵ du 15 mai 2001 en France. En effet, la loi NRE marque les premières bases de la RSE contemporaine en France, en imposant aux sociétés cotées en bourse d'intégrer la prise en compte des conséquences sociales et environnementales de leurs activités à leur rapport annuel de gestion. La loi Grenelle 2⁴²⁶ viendra compléter et renforcer ce premier pas réglementaire en obligeant les entreprises à publier les « conséquences sociales et environnementales de leur activité et leurs engagements

⁴²⁴ *Ibidem.*, p. 44.

⁴²⁵ Nouvelles Régulations Economiques.

⁴²⁶ Article 225 de la loi Grenelle 2 du 12 juillet 2010, décret d'application du 24 avril 2012.

sociétaux en faveur du développement durable⁴²⁷ ». France Stratégie cite quatre principales évolutions de la loi Grenelle 2 par rapport à la loi NRE :

- « *l'extension des obligations aux sociétés non cotées, dont le nombre moyen de salariés est supérieur à 500 ;*
- *une plus grande cohérence et un élargissement des thématiques soumises à la publication d'informations (accidents du travail, égalité de traitement, respect des conventions de l'Organisation internationale du travail (OIT), loyauté des pratiques, etc.) ;*
- *l'obligation de reporting sur le périmètre financier consolidé intégrant les filiales étrangères ;*
- *l'obligation de vérification par un organisme tiers indépendant*⁴²⁸. »

En 2016, la loi n° 2017-399 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et entreprises donneuses d'ordre⁴²⁹ vient compléter la réglementation déjà en place afin de prévenir les risques sociaux, environnementaux et de gouvernance. Cette loi émerge suite à l'effondrement d'un immeuble au Bangladesh (avril 2013), tuant 1 127 salariés sous-traitant de l'industrie de la *fast fashion*⁴³⁰. Les entreprises doivent développer et publier leur plan de vigilance afin de prévenir les risques liés à l'environnement, aux Droits de l'Homme ou encore à la corruption. Les principales mesures sont :

- Une cartographie des risques,
- Des procédures d'évaluation régulière de la chaîne de valeur,
- Des actions adaptées d'atténuation des risques ou de prévention des atteintes graves,
- Un mécanisme d'alerte et de recueil des signalements,
- Un dispositif de suivi des mesures mises en œuvre et d'évaluation de leur efficacité.

La mise en application au niveau national en 2017⁴³¹ de la directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 est venue enrichir davantage le cadre réglementaire en matière de communication extra-financière. Le mécanisme de la DPEF⁴³² concerne les

⁴²⁷ Décret n° 2012-557 du 24 avril 2012 relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale.

⁴²⁸ France Stratégie. (2019). RSE et performance globale : mesures et évaluations (Etat des lieux des pratiques). p. 24.

⁴²⁹ Adoptée en mars 2017.

⁴³⁰ La fast fashion signifie le secteur de l'habillement éphémère à faible prix.

⁴³¹ Ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017, décret n° 2017-1265 du 9 août 2017.

⁴³² Déclaration de Performance Extra-Financière.

entités cotées et assimilées avec un chiffre d'affaires de plus de 40 millions d'euros ou un bilan supérieur à 20 millions d'euros, ainsi que les entités non cotées dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan dépasse 100 millions d'euros. Il vise la transparence des entreprises concernant la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementale de son activité, ainsi que les effets de cette activité quant au respect des droits de l'Homme et à la lutte contre la corruption. En outre, la DPEF doit intégrer les informations relatives « *aux conséquences sur le changement climatique de l'activité de la société et de l'usage des biens et services qu'elle produit ; à ses engagements sociétaux en faveur du développement durable, de l'économie circulaire et de la lutte contre le gaspillage alimentaire ; aux accords collectifs conclus dans l'entreprise et à leurs impacts sur la performance économique de l'entreprise ainsi que sur les conditions de travail des salariés ; et aux actions visant à lutter contre les discriminations et promouvoir les diversités* ». De plus, les entreprises doivent communiquer le modèle d'affaires et identifier les principaux risques et les politiques appliquées pour y répondre, ainsi que les résultats de ces politiques par le moyen d'indicateurs clés de performance.

Le cadre réglementaire ne cesse de se renforcer, apportant des précisions et des enrichissements visant à apporter toujours plus de transparence et de clarté sur les activités des sociétés. Sur le plan de l'investissement responsable, les normes et les principes suivent la même trajectoire. Dans le dessein d'accompagner les investisseurs vers l'investissement responsable, des certifications ont émergé, à l'image des labels (paragraphe 5).

§ 4 L'ISR, ses formes actuelles et son marché

Le secteur de l'investissement socialement responsable est un marché en forte croissance. Nonobstant, cette évolution dans la pratique de l'investissement reste à accompagner. Une étude IFOP datant de 2020 pour le compte de différents acteurs de l'ISR montre un potentiel de développement important pour les véhicules ISR⁴³³. Effectivement, 68% des personnes interrogées (en France) ne connaissent pas l'ISR. Pourtant, 62% des personnes interrogées déclarent concéder une place importante aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions d'investissement. De plus, uniquement 5% des personnes consultées se sont vu proposer la possibilité d'investir *via* un véhicule de l'investissement socialement responsable par leur établissement financier.

⁴³³ Sondage Ifop pour le FIR et Vigeo Eiris 2020 : « Les Français et la finance responsable »

Concernant les éléments clés du marché de l'investissement durable, un organisme fait référence, la *Global Sustainable Investment Alliance*. D'après les derniers chiffres publiés, les encours mondiaux de l'investissement durable représentaient en 2020 35,3 trillions de dollars tandis qu'ils étaient de 22,84 trillions de dollars en 2016⁴³⁴. L'Europe est devenu son deuxième marché avec environ 12,02 trillions de dollars (en baisse par rapport à 2018), tandis que les Etats-Unis constituent la première zone avec une forte progression des encours (plus de 17 trillions de dollars en 2020). Au niveau mondial, nous pouvons constater une croissance constante des actifs ISR depuis au moins 2016 (figure 32).

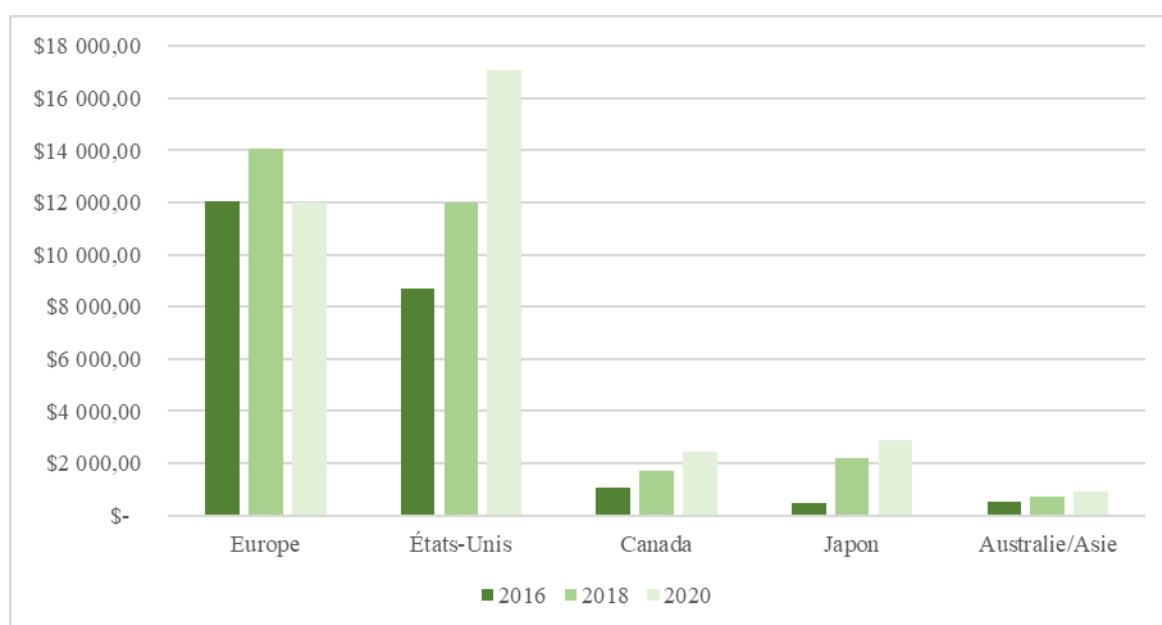


Figure 32 : Encours « durables » par zone géographique (en Milliards de dollars US)⁴³⁵

Il semble toutefois intéressant de replacer la valeur des encours des différentes zones géographiques par rapport aux encours totaux gérés dans les zones. La lecture de la figure 32 montre une forte augmentation des encours « durables » tandis que la part de ceux-ci diminue en relatif aux encours globaux 2014 en Europe. La figure 33 affiche cette décroissance relative en Europe. L'explication de cette évolution négative reflète la transition des définitions de ce qu'est l'investissement responsable. Le développement législatif européen n'est pas étranger à cette discordance des tendances par rapport aux différentes zones géographiques.

⁴³⁴ Global Sustainable Investment Alliance. (2020). 2020 Global Sustainable Investment Review.

⁴³⁵ *Ibidem*.

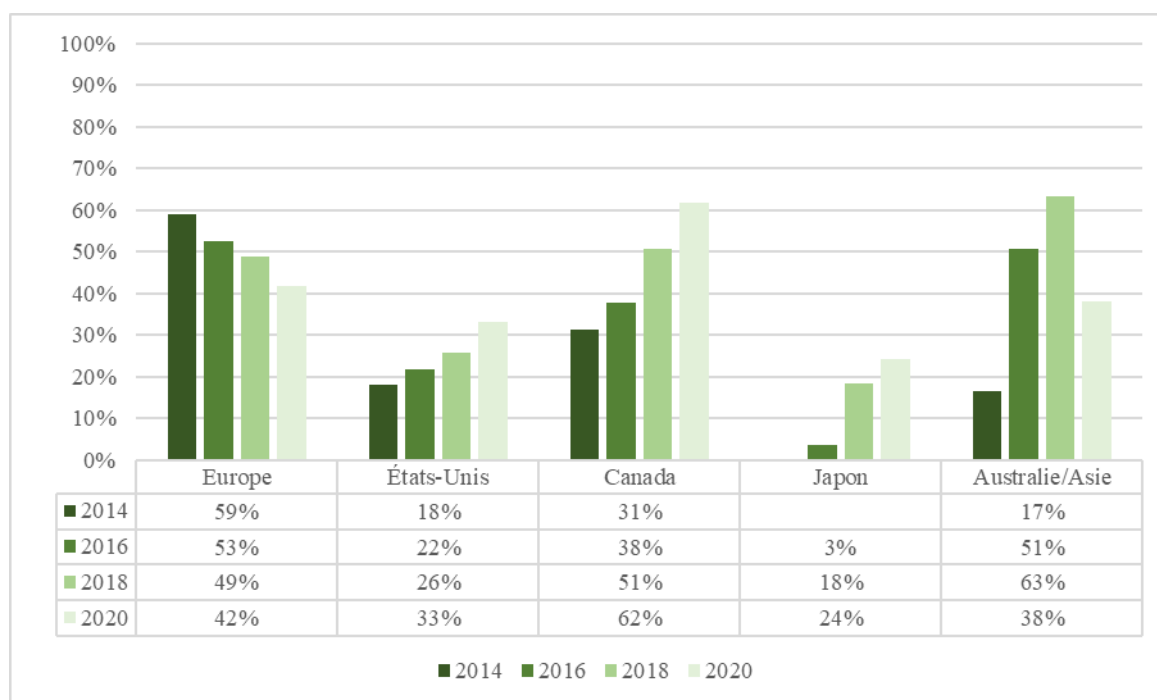


Figure 33 : Proportion des investissements « durables » par rapport aux encours globaux⁴³⁶

S'agissant des encours par stratégie, l'intégration ESG est devenue pour la première fois la principale approche d'investissement responsable, passant ainsi devant le filtrage négatif. La figure 34 illustre cette évolution de 143% de l'ESG entre 2016 et 2020. De même, l'investissement thématique connaît une importante croissance en passant de 276 milliards de dollars en gestion en 2016 à 1 948 milliards de dollars en 2020 (+605%).

⁴³⁶ *Ibidem.*

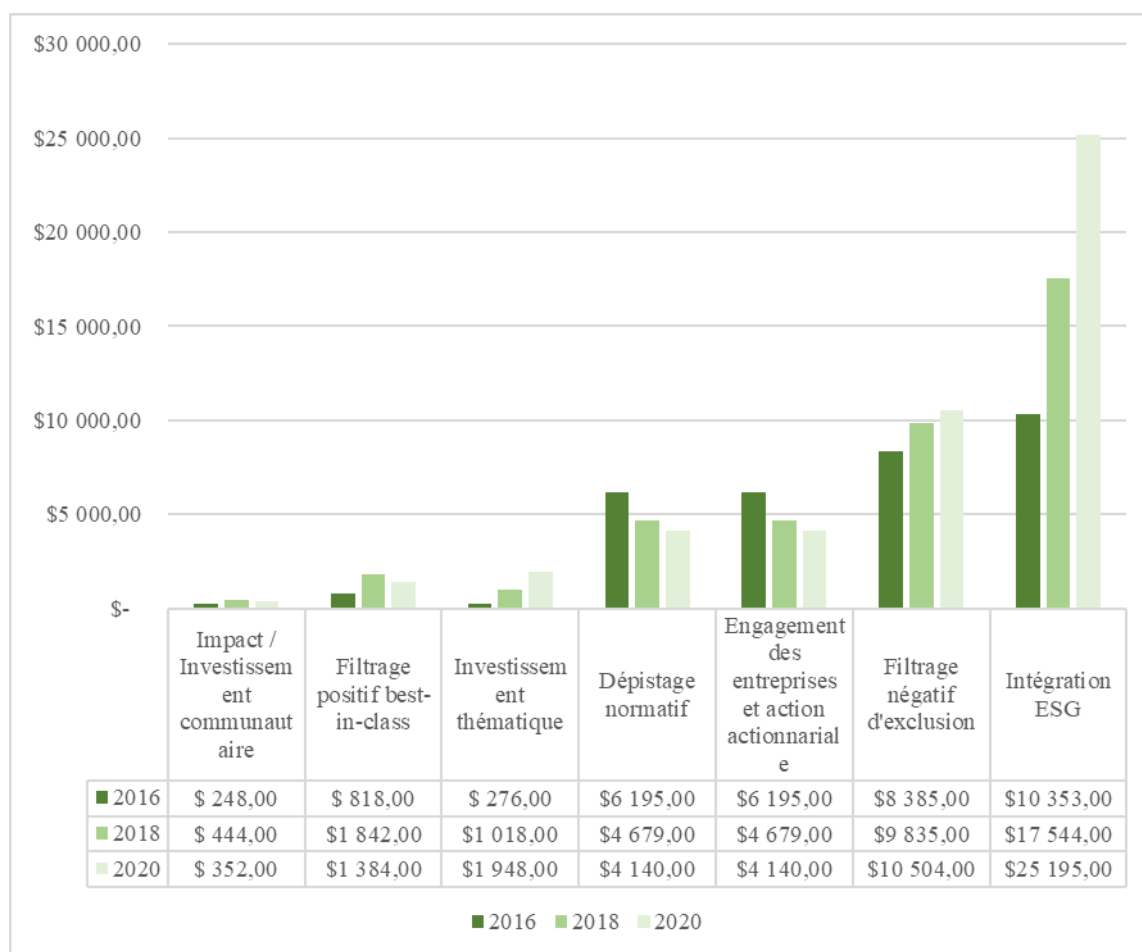


Figure 34 : Répartition des encours "durables" en fonction des stratégies (En Milliards de dollars US)⁴³⁷

L'étude développée par la *Global Sustainable Investment Alliance* nous permet par ailleurs de distinguer deux typologies d'investisseurs, les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers. Les investisseurs institutionnels sont historiquement les acteurs majeurs de l'ISR, puisqu'ils représentaient 80% des actifs en 2016. Toutefois, cette tendance évolue. Les investisseurs particuliers apparaissent de plus en plus intéressés par l'investissement durable. L'évolution de ce changement de mentalité est visible avec une croissance de la part des encours privés passant de 20% en 2016 à 25% en 2020.

Outre l'aspect strictement durable, nous constatons une implication des Français vis-à-vis de la politique RSE des grands groupes. Comme le signale l'enquête menée par le cabinet Denjean

⁴³⁷ *Ibidem*.

& Associés⁴³⁸, en 2018, 90% des Français déclaraient davantage apprécier les groupes ayant une politique RSE forte et 97% seraient prêts à boycotter les entreprises ayant une politique sociale ou environnementale destructrice.

À l’instar de ce que nous avons vu précédemment, l’ISR est difficilement définissable. La cause principale est son aspect multiforme. En effet, l’investissement socialement responsable regroupe différentes méthodologies, que ce soit par l’intégration et/ou d’exclusion ESG ou encore l’engagement actionnarial. De Brito souligne cela en indiquant qu’« il n’existe pas deux fonds socialement responsables qui se ressemblent tant au niveau Français qu’international⁴³⁹ ». *Ipso facto*, la GSIA note sept approches différentes de l’ISR, mais d’après l’AMF, huit approches principales existent⁴⁴⁰ (tableau 17).

Best-in-class	Sélection des meilleurs émetteurs de chaque secteur sans exclure aucun secteur <i>a priori</i> .
Best-in-universe	Sélection des meilleurs émetteurs sans prendre en compte les secteurs. (Cela peut entraîner des exclusions sectorielles)
Best-efforts	Sélection des émetteurs ayant consenti le plus d’efforts en matière de développement durable.
Engagement actionnarial	Promotion des pratiques ESG des entreprises. Ceux-sont ceux envers lesquels la société de gestion va s’engager dans une démarche active d’encouragement des entreprises envers la RSE.
Intégration ESG	Il existe différents degrés d’intégration. Un gestionnaire peut mettre l’analyse ESG à la disposition des analystes généralistes et des gestionnaires de fonds, sans mise en place d’une procédure normalisée. On parle alors d’intégration ESG non systématique. L’analyse ESG peut également être systématiquement incluse dans le

⁴³⁸ Denjean & Associés. (2018). *Enquête - La responsabilité sociale et environnementale des grands groupes vue par les Français*.

⁴³⁹ De Brito, C. (2006). ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ?. Association d'Economie Financière, vol. 85, n° 4, pp. 151-170.

⁴⁴⁰ De Juvigny, B., Parain, X., & Gemelgo, P. (2015). *Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective*.

	processus de gestion et d'analyse. Enfin, des contraintes d'investissement peuvent être mises en place dans le processus de gestion.
Exclusion	Elle peut être menée sur la base de critères ESG ou peut revêtir une dimension normative lorsque les filtres mis en place conduisent à évincer les entreprises ne respectant pas les normes ou les conventions internationales.
Impact investing	Consiste à cibler des investissements afin de résoudre des problèmes sociaux ou environnementaux.
Investissement thématique	Il s'attache à des thèmes d'investissement aussi divers que celui des droits humains, des énergies renouvelables ou encore bien de l'eau.

Tableau 17 : Les différentes formes de l'ISR

C'est alors dans un souci de clarté, de standardisation et d'accompagnement des investisseurs, que la labellisation apparaît. La figure 35 retrace le développement de la labellisation en France depuis 1997.

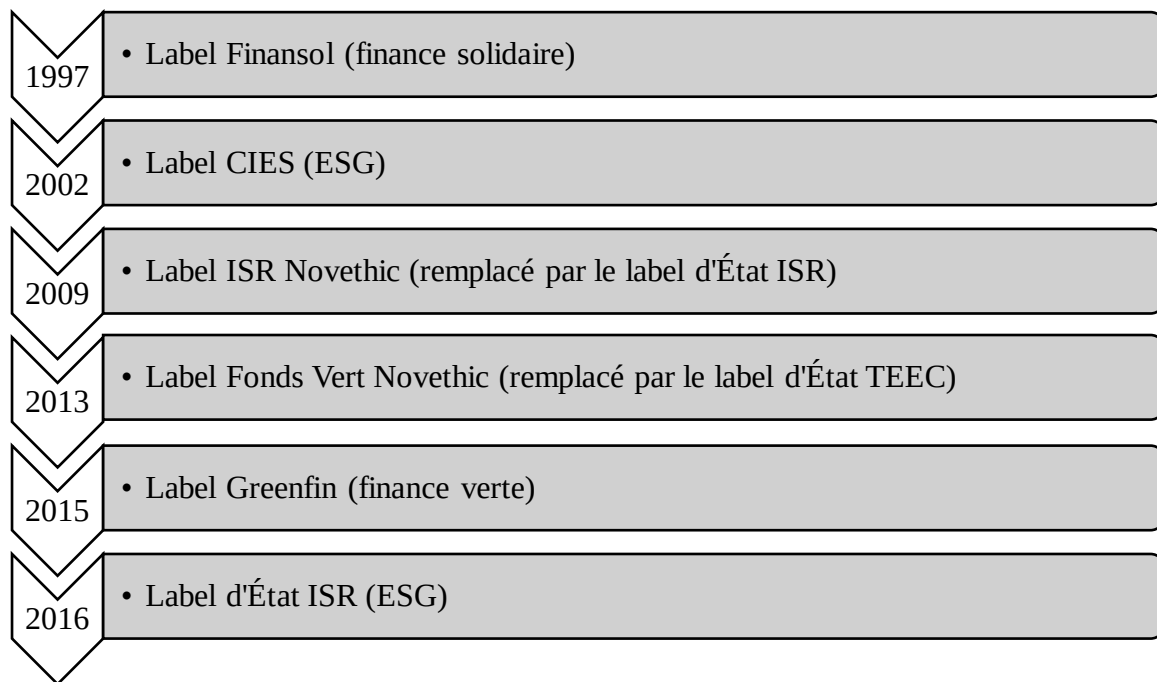


Figure 35: Chronologie de la labellisation en France.

En outre, le règlement de l'Union européenne sur la publication d'informations de durabilité dans le secteur financier *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) est entré en application en 2021. Ce nouveau règlement vise à permettre à l'investisseur d'identifier trois catégories distinctes de fonds d'investissement. Les fonds n'intégrant pas d'objectifs de durabilité (article 6), les fonds promouvant les caractéristiques environnementales et/ou sociales (article 8) et les fonds ayant pour objectif l'investissement durable (article 9).

Face à l'hétérogénéité des méthodologies et des labels/catégorisations qui restent non uniformes, la croissance des fonds ESG ainsi que l'importance de la place de cette pratique dans la gestion de fonds nécessite de s'y attarder davantage par rapport aux autres. En effet, la pratique ESG est devenue la première méthodologie au niveau mondial⁴⁴¹, derrière la pratique la plus simple à mettre en place, l'exclusion.

§ 5 L'analyse extra-financière ESG

L'analyse extra-financière est multiforme, à l'image de l'ISR. Il semblerait que nous puissions trouver la naissance de l'analyse extra-financière avec John Elkington dans les années 90. Cette naissance serait apparue après la Commission Brundtland des Nations Unies de 1987

⁴⁴¹ Global Sustainable Investment Alliance. (2020). *2020 Global Sustainable Investment Review*.

définissant le principe de développement durable. Elkington aurait alors introduit la *Triple Bottom Line* (triple performance) développant une comptabilité à triple résultats (performance sociale, performance environnementale, performance financière). Dans un article intitulé *Qu'apporte l'analyse ISR à l'analyse financière*⁴⁴², Lucas-Leclin⁴⁴³ retrace l'émergence factuelle de l'analyse ISR à 2001 avec la première présence d'un analyste ISR chez un courtier. Toutefois, la première agence de notation extra-financière française est antérieure à cette date puisqu'elle fût créée en 1997. Jolivet propose dans *Universalis* de définir l'analyse extra-financière par le fait d'évaluer les engagements, les politiques mises en œuvre et les résultats des entreprises, mais aussi des États et collectivités territoriales, sur des critères sociaux, sociétaux, environnementaux, et de gouvernance. Dans un article⁴⁴⁴ paru en 2016, Mejri Hamdi et Mennechet généralisent la réflexion en expliquant que l'analyse extra-financière prend en compte tous les éléments autres que les indicateurs comptables et financiers utilisés dans l'analyse financière traditionnelle. Hirigoyen⁴⁴⁵ souligne quant à lui que « La notation extra-financière est une évaluation d'une entreprise qui ne se fonde pas exclusivement sur ses performances économiques mais aussi sur son comportement vis-à-vis de l'environnement, sur le respect des valeurs sociales, sur son engagement sociétal et sa gouvernance d'entreprise ».

De même que l'indique Novethic dans son règlement du Label Novethic 2015, l'analyse extra-financière consiste en un compendium de trois dimensions : Environnementale, Sociale / Sociétale, Gouvernance (tableau 18).

Dimension Environnementale	Désigne l'impact direct ou indirect de l'activité d'un émetteur sur l'environnement.
Dimension Sociale / Sociétale	Relative à l'impact direct ou indirect de l'activité d'un émetteur sur les parties prenantes, par référence à des valeurs universelles (notamment droits humains, normes internationales du travail, lutte contre la corruption...).

⁴⁴² Lucas-Leclin, V. (2006). Qu'apporte l'analyse ISR à l'analyse financière ? . Revue d'économie financière, vol. 85, n° 4, pp. 209-232.

⁴⁴³ Benchemam, F., & Chambost, I. (2010). Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation. Economies et Sociétés, Séries KF, Entreprises et Finance, ISMEA, n°44, pp. 65-81.

⁴⁴⁴ Mejri Hamdi, I., & Mennechet, A. (2016). Information extra-financière, quelle place dans l'analyse financière? Analyse financière, n° 60, pp. 38-42.

⁴⁴⁵ Hirigoyen, G. (2019). Théorie et modélisation financières. Antécédents et perspectives. Entreprise & Société, n° 6, pp. 33-71.

Dimension de Gouvernance	Ensemble des processus, réglementations, lois et institutions influant la manière dont l'entreprise est dirigée, administrée et contrôlée. Il inclut aussi les relations entre les nombreuses parties prenantes et les objectifs qui gouvernent l'entreprise. Parmi ces acteurs principaux, on retrouve notamment, les actionnaires, la direction et le conseil d'administration de l'entreprise.

Tableau 18 : Les trois dimensions de l'ESG

Dans le cadre de la notation ESG des entreprises, les rapports de performance extra-financière des sociétés sont indispensables dans la volonté de fournir une analyse tangible et utilitariste. Comme pour l'analyse financière, avec le bilan, le compte de résultat, ou encore le tableau des flux de trésorerie, il s'avèrerait intéressant de pouvoir prouver l'ensemble de ces critères par une comptabilité extra-financière au-delà de la politique RSE et de ses éventuels effets d'annonces pouvant apparaître comme de l'écoblanchiment.

Contrairement à la reconnaissance des analystes financiers avec le CFA⁴⁴⁶ ou le CIIA⁴⁴⁷, les analystes ISR ou extra-financiers regroupent toutes les personnes pratiquant l'analyse extra-financière. La jeunesse de cette profession ne permet pas encore de faire émerger une certification universellement reconnue dans ce domaine. La multitude de méthodologies et d'approches semble également être un modérateur à l'apparition d'une telle certification. L'article de Cavé⁴⁴⁸ publié en 2018 sur *citywire* fait surgir un autre problème de l'analyse extra-financière ESG. Celle-ci prend majoritairement en compte des données quantitatives au détriment du qualitatif et du processus d'investissement, le tout malgré un certain manque de données, notamment de la part des petites et moyennes entreprises. L'autre difficulté de ce système se loge dans l'obstacle de définir formellement ce qui est positif ou négatif pour la société. Ce point essentiel peut être placé sous les lumières de Buffett⁴⁴⁹. En expliquant la question du choix des fondations à qui faire des dons (au débit de *Berkshire Hathaway*), Buffett explique le cheminement de pensée l'amenant à laisser les actionnaires décider par eux-mêmes du choix de ces fondations. Il s'avère que les actionnaires choisissent de faire des dons à des

⁴⁴⁶ CFA : Chartered Financial Analyst

⁴⁴⁷ CIIA : Certified International Investment Analyst

⁴⁴⁸ Cavé, A. (2018). Le délicat exercice de la notation ESG de fonds. Source : [citywire.fr: https://citywire.fr/news/le-delicat-exercice-de-la-notation-esg-de-fonds/a1174727](https://citywire.fr/news/le-delicat-exercice-de-la-notation-esg-de-fonds/a1174727)

⁴⁴⁹ Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). *Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers*. Valor Éditions.

églises ou à des synagogues, chose qu'il est difficile d'évaluer car relevant d'un choix personnel, puis les actionnaires mettent en avant des décisions contradictoires : 130 dons ont été faits à des institutions en faveur de l'avortement, puis 30 à des organisations opposées à l'avortement. Tout cela montre non pas la difficulté, mais l'impossibilité d'évaluer une morale universelle. Par le fait, certains parleront alors de l'éthique de la vertu, d'autres du déontologisme, et encore d'autres du conséquentialisme.

La dernière difficulté se trouve dans le business model des agences de notation. À l'image du rôle des agences de notation financière lors de la crise des *Subprimes*, il est légitime de se poser la question d'un éventuel conflit d'intérêt entre les agences de notation et les entreprises notées. La méthodologie de la plupart de ces agences de notation extra-financière repose sur la qualité des échanges d'informations entre la société notée et l'analyste ESG. La notation extra-financière comme pratiquée aujourd'hui peut alors aisément être remise en question, et donc devenir ou rester un frein pour le développement de l'investissement responsable.

Section 2 Analyse critique des méthodologies institutionnelles

« On passe trop de temps à essayer d'en savoir de plus en plus sur de moins en moins, jusqu'à ce que l'on sache tout sur rien. Rarement, voire jamais, nous nous arrêtons et demandons ce que nous devons vraiment savoir!⁴⁵⁰ »

§ 1 La responsabilité des agences de notation extra-financière

L'expansion de l'attention portée à la performance extra-financière des sociétés a fait naître un nouveau marché, celui de la notation extra-financière. Comme l'a montré Penalva-Icher⁴⁵¹, l'analyse extra-financière a été façonnée par une vision quantitative de *scoring* dans le prolongement des approches des agences de notation financière. Ce développement amène inévitablement à une certaine prudence, ou au moins à un devoir de vigilance. En effet, l'historique de certaines agences de notation financière fait poindre la nécessité de s'assurer de l'impartialité et de l'indépendance des agences de notation extra-financière⁴⁵².

L'activité de notation financière n'est autre qu'un outil prudentiel permettant aux investisseurs de comprendre les différents risques liés aux entreprises ou aux États. L'activité de notation extra-financière peut poursuivre deux objectifs différents. Le premier peut simplement être la recherche d'entreprise moralement responsable, pour le seul but d'investir en fonction de nos valeurs. Le deuxième peut être l'analyse dans le seul but d'optimiser la performance financière. Les notations extra-financière peuvent donc avoir des sens dissonants selon le premier ou le deuxième objectif.

En outre, l'indépendance de ce type d'activité s'avère essentielle afin de maintenir une confiance envers les rapports publiés. L'analyse de l'indépendance des ANEF apparaît primordiale car la qualité des notations extra-financières est difficilement assurable. Une notation financière erronée peut être constatée (au moins à *posteriori*), le cas d'Enron ou celui des produits structurés pendant la bulle des *Subprimes* en sont l'exemple. Toutefois, la qualité d'une notation extra-financière reste incertaine, et la multitude de critères de notation conforte cet aspect vague. Une réflexion permettant de saisir la responsabilité des ANEF semble dès lors inéluctable dans l'ambition de s'assurer de la légitimité de ces organisations, et comme le

⁴⁵⁰ Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and Techniques for Intelligent Investment*. Wiley. p. 195.

⁴⁵¹ Penalva-Icher, E. (2007). *Réseaux et régulation d'un marché financier "socialement responsable" en attendant la concurrence*. Thèse de doctorat : Université des Sciences et technologies de Lille.

⁴⁵² ANEF = Agence de Notation Extra-Financière

présente Bessire et Onnée⁴⁵³, l'agence de notation sociétale est au cœur de la légitimité des gérants ISR et des entreprises notées.

Dans l'intention de comprendre la responsabilité des ANEF, il convient de s'intéresser à leurs évolutions récentes, à leurs actionnaires, mais aussi à leurs modèles d'affaires. Tout d'abord, les figures 36 et 37⁴⁵⁴ montrent la forte concentration des différentes agences de notation depuis 2008. Le tableau 20 expose les principales opérations de fusions et acquisitions depuis 2009. Cette concentration peut notamment s'expliquer par des fusions entre différentes ANEF (exemple de Vigeo et Eiris) ou par le rachat de certaines d'entre-elles par des acteurs importants tel que MSCI.

⁴⁵³ Bessire, D., & Onnée, S. (2010). Les agences de notation sociétale : la quête de légitimité dans un champ organisationnel en construction. Source : [halshs.archives-ouvertes.fr](https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00548091/document): <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00548091/document>

⁴⁵⁴ Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J., & Muñoz-Torres, M. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. MDPI.

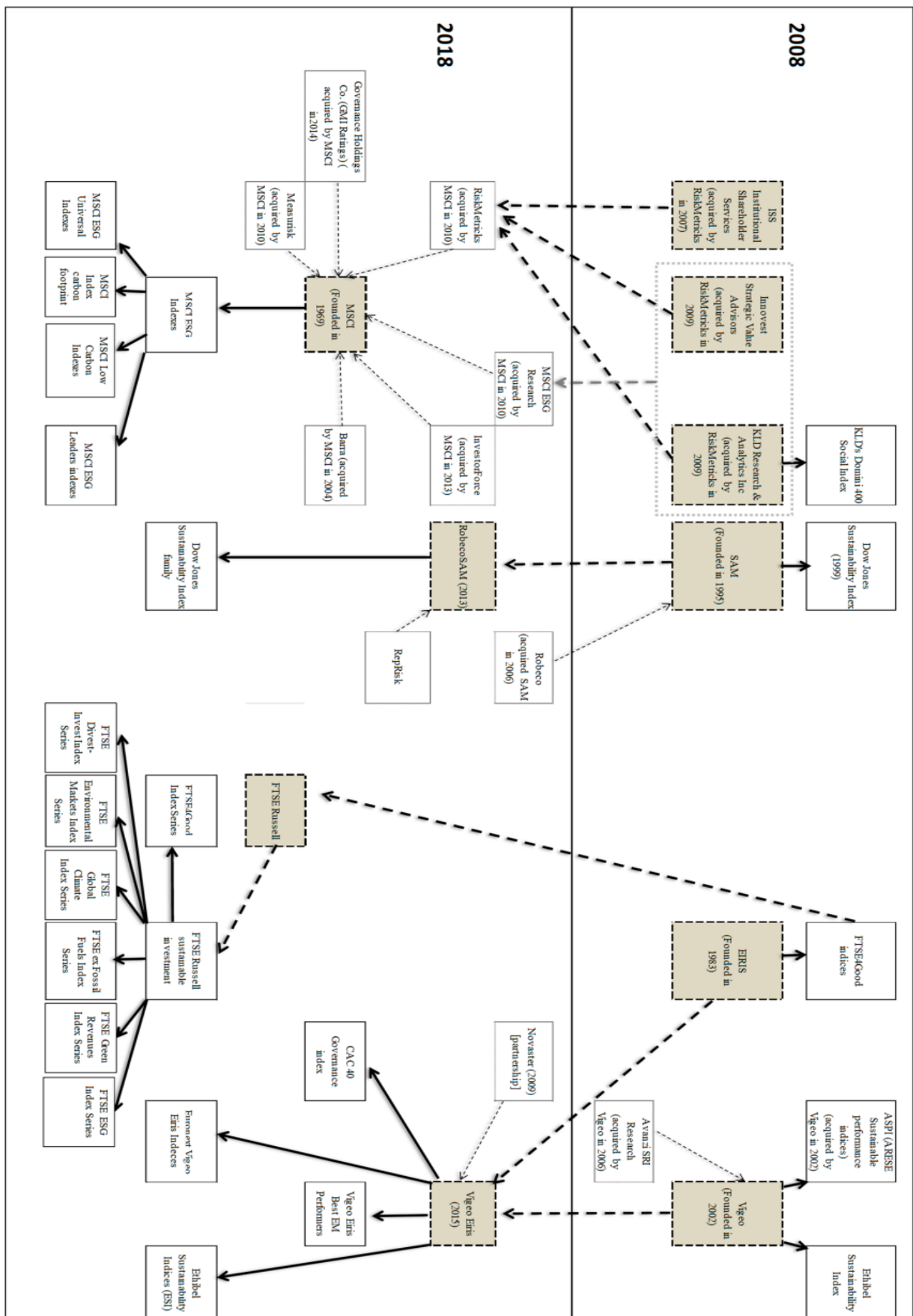


Figure 36 : La concentration des agences de notation ESG

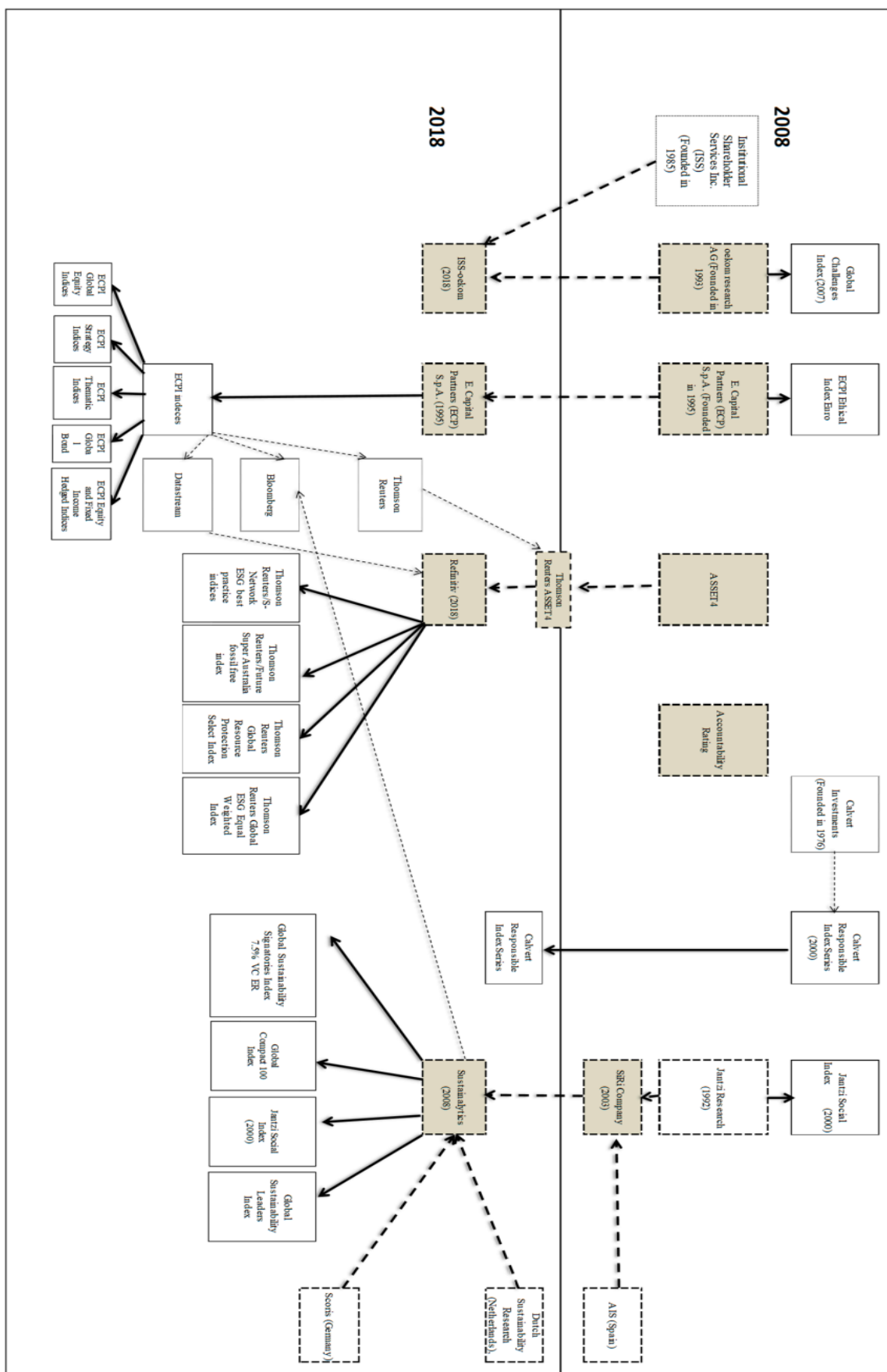


Figure 37 : La concentration des agences de notation ESG (suite)

Le tableau 19 présente les principales fusions et acquisitions dans le secteur de l'analyse extra-financière pour la période 2009-2020.

Année	Mois	Cible	Acheteur
2009	Février	Innovest (US)	Riskmetrics (US)
	Septembre	Fusion Sustainalytics (Pays-Bas)/Jantzi Research Inc. (CND)	
	Novembre	Asset 4 (Suisse) KLD (US)	Thomson Reuters (US) Riskmetrics (US)
	Décembre	New Energy Finance (RU)	Bloomberg (US)
2010	Mars	Riskmetrics (US)	MSCI (US)
2012	Juin	Responsible Research (Sing)	Sustainalytics (Pays-Bas)
2014	Juin	GMI Rating (US)	MSCI (US)
	Juillet	zRating (Suisse)	Inrate (Suisse)
2015	Septembre	Ethix SRI Advisors (Danemark) ESG Analytics (Suisse)	ISS (US) Sustainalytics (Pays-Bas)
	Octobre	Fusion Vigeo (FR) /Eiris (RU)	
2016	Octobre	Trucost (UK)	S&P Global (US)
2017	Juin	South Pole/ Investment Climate Data Division (Suisse)	ISS (US)
	Juillet	Sustainalytics (Pays-bas) – acquisition de 40 % du capital	Morningstar (US)
2018	Mars	Oekom (Allemagne) Solaron (Inde)	ISS (US) Sustainalytics (Pays-Bas)
2019	Janvier	GES International (Suède)	Sustainalytics (Pays-Bas)
	Mars	Vigeo-Eiris (FR)	Moody's Corp (US)
	Juin	Beyond Ratings (FR)	London Stock Exchange (UK)
	Juillet	Four Twenty Seven (US)	Moody's Corp (US)
	Août (en cours)	Refinitiv (ex Thomson Reuters, US)	London Stock Exchange (UK)
	Septembre	Carbon Delta (Suisse)	MSCI (US)
	Octobre	Ethical Corp (US)	Thomson Reuters (US)
	Novembre	Robecosam AG-ESG Ratings Business (Suisse)	S&P Global (US)
2020	Janvier	Ecovadis (FR)- Prise de participation minoritaire	CVC Growth Partners (US)*
	Avril	Sustainalytics (Pays-bas) – 100 % du capital	Morningstar (US)
	Octobre	TrueValueLab (US)	Factset (US)
	Novembre	ISS (US) Fusion IHS Markit (US)/ S&P Global (US)	Deutsche Börse (All)

Tableau 19 : Principales opérations de fusions et acquisitions sur le marché de la fourniture de données ESG depuis 2009⁴⁵⁵

Concernant l'actionnariat des ANEF, Granier montrait déjà en 2014 un certain risque de conflits d'intérêts, notamment en lien avec la composition de l'actionnariat de certaines ANEF⁴⁵⁶. De façon plus contemporaine, il est possible de se poser la question du rachat de Vigeo Eiris par

⁴⁵⁵ Demartini, A. (2020). La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services. Autorité des marchés financiers, p 7

⁴⁵⁶ Granier, T. (2014,). L'absence de responsabilité des agences de notation extra-financière ? Bulletin Joly Bourse, n° 9, p. 448

Moody's. En effet, bien que Vigeo Eiris dispose de nombreux actionnaires (tableau 20) Moody's dispose d'une participation majoritaire⁴⁵⁷.

Actionnariat de Vigeo Eiris (au 12/04/2019)		
Gestionnaires financiers et fonds de pensions	Organisations syndicales et personnes et entités reconnues de la RSE	Entreprises
95%	2%	3%
AG2R PREVOYANCE	CFDT	AIR FRANCE
AXA	CC.OO	RIO TINTO FRANCE
BMCE	CISL	ALCATEL
BNP PARIBAS	CSC	ALLIANZ-VIE
CANDRIAM LUXEMBOURG	EIRIS FOUNDATION	ARCELORMITTAL
CECABANK	FORUM ETHIBEL	AVENTIS PHARMA
CNP ASSURANCES	Federico VERSACE	CARREFOUR
CREDIT COOPERATIF	Fouad BENSEDDIK	COGAC (GDF SUEZ)
HUMANIS GESTION D'ACTIFS	Nicole NOTAT	COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN
LA BANQUE POSTALE	UGTE	COMPAGNIE GERVAIS DANONE
LA MONDIALE	UGTP	CREDIT LYONNAIS
LAZARD FRERES GESTION	Vincent BROUCHET	EDEV (EDF)
MACIF		FINANCIERE-LAFARGE
MOODY'S RISK ASSESSMENTS		ENGIE
OFIVALMO		HSBC FRANCE
		MANPOWER
		MC DONALD'S
		ORANGE
		RENAULT
		RHODIA
		SCHNEIDER ELECTRIC
		SNCF PARTICIPATIONS
		SOLVAY SA
		SPIE
		TECHNICOLOR
		THALES
		TOTAL
		VEOLIA ENVIRONNEMENT
		VINCI

Tableau 20 : Actionnariat de Vigeo Eiris

Le tableau 21 (basé sur les données de décembre 2020) recense les sociétés mères des principales ANEF. Comme on peut le voir, The Vanguard Group et BlackRock font partie des principaux actionnaires dans quatre cas sur sept. Cela peut poser question lorsque l'on sait qu'il s'agit des principaux gestionnaires d'actifs au monde, et de gérants indiciels. L'autorité des

⁴⁵⁷ Boisseau, L. (2019, Avril 16). Moody's devient l'actionnaire majoritaire de Vigeo Eiris. Source : [www.lesechos.fr: https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/moodys-devient-lactionnaire-majoritaire-de-vigeo-eiris-1009691](https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/moodys-devient-lactionnaire-majoritaire-de-vigeo-eiris-1009691)

marchés financiers alerte d'ailleurs sur ce sujet dans son rapport de décembre 2020⁴⁵⁸. En outre, deux sociétés mères ont l'État du Qatar pour actionnaire majoritaire. Cela peut étonner lorsque l'on connaît les importantes controverses liées aux droits de l'Homme dans ce pays, ainsi que son rôle dans le secteur des énergies fossiles⁴⁵⁹.

ANEF	Société mère	Principaux actionnaires
REFINITIV	London Stock Exchange Group	10,3% Qatar Investment Authority 6,90% BlackRock 6,8% The Capital Group Companies
FTSE Russell ESG Ratings	London Stock Exchange Group	10,3% Qatar Investment Authority 6,90% BlackRock 6,8% The Capital Group Companies
MSCI ESG Research	MSCI	10,3% The Vanguard Group 5,3% BlackRock 4,9% T, Rowe Price Associates
ISS-oekom	Deutsche Börse	3,5% Deutsche Börse AG 2,9% The Vanguard Group 2,9% FIL Investment Advisors
RobecoSAM	Robeco	(100% Orix Corporation) 5,1% Nomura Asset Management Co 5% Orix Corporation 4,2% Asset Management One Co
Sustainalytics	Morningstar	4,22% Kayne Anderson Rudnick Investment 4,22% The Vanguard Group 3,50% Atlanta Management Co
Vigeo EIRIS	Moody's	13,4% Berkshire Hathaway 6,9% The Vanguard Group 4,13% BlackRock

Tableau 21 : Les principaux actionnaires des ANEF (novembre 2020)

⁴⁵⁸ Demartini, A. (2020). La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services. Autorité des marchés financiers. p. 3.

⁴⁵⁹ Fournier, G. (2021). 6 500 ouvriers migrants seraient morts au Qatar sur le chantier de la Coupe du monde 2022. Source : <https://actu.fr>: https://actu.fr/monde/6-500-ouvriers-migrants-seraient-morts-au-qatar-sur-le-chantier-de-la-coupe-du-monde-2022_39765395.html#:~:text=Des%20conditions%20de%20travail%20extr%C3%AAmes,chantiers%20et%20les%20insuffisances%20cardiaques.

S'agissant des modèles d'affaires, il ne faut pas oublier que les ANEF restent des sociétés privées et doivent par conséquent satisfaire une certaine rentabilité. Granier émet une nécessaire prudence :

« La manière dont les agences de notation extra-financière s'insèrent dans ce contexte commercial et trouvent les investisseurs prêts à s'engager dans cette activité économique n'est pas sans conséquence. De même, la manière dont la commercialisation de leurs services s'opère laisse place à des interrogations⁴⁶⁰. »

Comme l'expose Camprodon, Sols et Florensa⁴⁶¹, les agences de notation extra-financière commercialisent principalement trois services différents. Une « notation déclarative », basée sur des données publiques, sollicitée par les investisseurs et non par les sociétés. Une « notation sollicitée », basée sur un travail commun avec une société, sollicitée par une société, à l'image d'un audit externe, et enfin la « production d'indices ISR », bâtis sur les données issues de la notation déclarative. Les entreprises du SBF120 regrettent alors un manque de transparence des ANEF quant à la séparation entre leurs activités de notation déclarative et de notation sollicitée, pouvant être source de conflits d'intérêts⁴⁶². De plus, l'activité de notation des *green-bonds* constitue une source potentielle de dérive, nécessitant un devoir de vigilance supplémentaire.

Au-delà du conflit d'intérêt pouvant apparaître avec la notation sollicitée, les entreprises se lancent de plus en plus sur le secteur des émissions d'obligations « vertes ». Le problème étant qu'une société sollicitant une agence de notation extra-financière contre rémunération, dans le cadre d'une émission de *green-bond*, laisse planer le doute sur la qualité de la notation ESG relevant de la notation déclarative ou sollicitée à l'intention des investisseurs. Une entreprise rémunérant une agence de notation afin d'émettre un *green-bond* peut bénéficier d'un pouvoir d'influence sur sa notation ESG. À titre d'exemple, si une société cherche à mettre en place un *green-bond*, vers quelle agence de notation va-t-elle le plus logiquement se tourner ? L'ANEF A lui offrant une notation ESG élevée ou l'ANEF B lui offrant une notation ESG faible ? De façon logico-déductive, la réponse semble assez évidente. Si la question de la qualité des *green-*

⁴⁶⁰ Granier, T. (2014,). L'absence de responsabilité des agences de notation extra-financière ? Bulletin Joly Bourse, n° 9, p. 448

⁴⁶¹ Camprodon, M., Sols, J., & Florensa, A. (2008). Analyse critique des agences de notation extra-financière. Source : [www.aderse.org: https://www.aderse.org/docatelecharger/congres_aderse_2008/actes/Articles/Session%202.6/Analyse%20critique%20des%20agences%20de%20notation%20extra-financiere.pdf](https://www.aderse.org/docatelecharger/congres_aderse_2008/actes/Articles/Session%202.6/Analyse%20critique%20des%20agences%20de%20notation%20extra-financiere.pdf)

⁴⁶² Afep, Medef, Cliff. (2019). Initiative Medef-Afep-Cliff-C3D sur les relations entre entreprises et organismes de notation extra-financière.

bonds semble prise en compte par les régulateurs des marchés financiers⁴⁶³, la notation ESG des entreprises reste nébuleuse. L'AMF souligne cela en indiquant que « (...) le niveau de transparence est à l'heure actuelle et en règle générale trop faible et lacunaire pour permettre aux investisseurs de comprendre la signification des notations, leur portée et leurs limites⁴⁶⁴ ».

Une autre problématique est soulignée par l'enquête lancée par l'Afep, le Medef et le Cliff, au sujet des relations entre les ANEF et les entreprises (SBF120)⁴⁶⁵. En effet, les entreprises du SBF120 exposent un manque d'informations et une instabilité quant aux méthodologies utilisées par ces agences, et regrettent un manque de temps pour l'adaptation à ces évolutions.

§ 2 L'achoppement de la quantification éthique pour un modèle de notation extra-financière

Aujourd'hui, les agences de notation extra-financière produisent des notes. D'après elles, il est donc possible d'alléguer avec une indéniable infatuation qu'une entreprise dispose d'une gouvernance notée 57,35 sur 100, d'une responsabilité environnementale de 43,72 sur 100, ou d'une responsabilité sociale / sociétale de 61,84 sur 100. 100 représentant alors la valeur idéale, parfaite, absolue, de la responsabilité ; le « tout est bien » de Pangloss⁴⁶⁶, l'entéléchie d'Aristote. Mises disait bien qu'« Il n'y a pas d'étalon de grandeur de la satisfaction autre que les jugements de valeur individuels, lesquels diffèrent selon les individus divers, et pour un même individu d'un moment à l'autre⁴⁶⁷ ». Il ajoute même qu'« Il n'existe rien qui se puisse appeler le bonheur parfait, des hommes parfaits, une béatitude éternelle. Tout essai pour dépeindre les conditions d'un pays de Cocagne, ou de la vie des Anges, aboutit à des paradoxes. Là où il y a des conditions, il y a des limitations⁴⁶⁸ ».

Les mêmes qui critiquaient le principe de quantification de l'utilité de Bentham, se retrouvent à émettre un principe de quantification de la responsabilité environnementale, sociale et de gouvernance. Originellement, le rôle d'une agence de notation financière est de jauger un risque financier. La notation est donc mathématiquement tenable. Un bilan, un compte de résultat, un

⁴⁶³ AMF. (2019). Finance durable : l'AMF et l'AFM publient une position commune sur le contenu du prospectus pour les obligations vertes. Source : www.amf-france.org; <https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Finance-durable/Finance-durable---l-AMF-et-l-AFM-publient-une-position-commune-sur-le-contenu-du-prospectus-pour-les-obligations-vertes>

⁴⁶⁴ Demartini, A. (2020). La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services. Autorité des marchés financiers. p. 4.

⁴⁶⁵ Afep, Medef, Cliff. (2019). Initiative Medef-Afep-Cliff-C3D sur les relations entre entreprises et organismes de notation extra-financière.

⁴⁶⁶ Voltaire. (1992). *Candide et autres contes*. Éditions Gallimard.

⁴⁶⁷ von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet. p. 17.

⁴⁶⁸ *Ibidem.*, p. 81.

tableau de flux de trésorerie, permettent une évaluation factuelle fondée sur des valeurs quantifiables. Le problème avec ce modèle est qu'il est impraticable dans le domaine de l'éthique. Comme le soulignent Hayek et Mises, les Sciences humaines ne peuvent être observées et analysées par une méthodologie des sciences naturelles. Nous pouvons émettre au moins deux achoppements majeurs à la quantification de la morale.

A. Subjectivisme

Il convient de s'attarder attentivement sur les critères du réalisme moral. À l'image de la distinction faite par l'école autrichienne d'une valeur d'usage subjective et d'une valeur d'échange objective, l'objectivité de la science éthique est fondamentalement reliée au principe de subjectivisme. Voilquin synthétise la pensée d'Aristote en ces termes : « l'éthique ne peut arriver à la rigueur des démonstrations mathématiques⁴⁶⁹ ». Il ressort cependant que les ANEF utilisent exclusivement une méthodologie objective. La pratique actuelle suggère que l'on puisse noter la société A en affirmant que sa méthodologie amène une notation précise de la morale, de la responsabilité. La société A pourrait donc avoir très exactement une note éthique de 56,28 sur 100.

Toutefois, Graham estime qu'il est impossible de donner une valorisation précise d'une entreprise (alors qu'il pouvait disposer de l'ensemble des informations financières), mais aujourd'hui les ANEF expliquent qu'il est possible de valoriser l'éthique de façon objective et précise. Cette vision ressemble farouchement à une doctrine totalitaire, plaçant la valorisation morale par le moyen d'une vision unique, et néglige autocratiquement l'ensemble des visions et perceptions morales des Hommes. Cette vision unique entraîne une forte hétérogénéité des méthodes de notation extra-financière. Voltaire écrivait bien dans son article nommé *certain*, *certitude*, qu'« il n'y a nulle certitude, dès qu'il est physiquement et moralement possible que la chose soit autrement⁴⁷⁰ ». Une étude menée par Bardinnet met en avant les divergences des perceptions connexes aux critères ESG⁴⁷¹. Ces divergences attenantes à la subjectivité des valeurs morales sont également largement narrées dans les diverses études du Pew Research Center⁴⁷². Mises facilite cette compréhension en ces mots : « Il est futile de se placer devant les faits sociaux avec l'attitude du censeur qui approuve ou désapprouve sur la base de critères tout

⁴⁶⁹ Aristote. (1965). Éthique de Nicomaque. Traduit par Voilquin, J. Paris : Garnier-Frères. p. 9.

⁴⁷⁰ Voltaire. (2019). Questions sur l'encyclopédie. Paris: Éditions Robert Laffont.

⁴⁷¹ Bardinnet, F. (2018). Comparaison de trois méthodologies ESG : les différences de notations des bases de données extra financières. Recherches en Sciences de Gestion, n° 125, pp. 73-93

⁴⁷² Pew Research Center. (2017). Global Views on Morality. Source : www.pewresearch.org; <https://www.pewforum.org/2017/05/10/social-views-and-morality/>

à fait arbitraires et des jugements de valeur subjectifs⁴⁷³ ». En réalité, Mises ne fait que poursuivre le raisonnement d'Aristote : « selon notre conjecture, le vrai bien est individuel et impossible à enlever à son possesseur⁴⁷⁴ ».

B. Evolutionnisme

Les normes éthiques et ou extra-financières utilisées aujourd'hui sont considérées comme des vérités morales objectives. Toutefois, il est légitime de se poser la question de la valeur morale des choses, des actions et de leurs interprétations dans le temps. Durkheim⁴⁷⁵ expliquait déjà qu'une règle morale adoptée aujourd'hui peut ne plus l'être demain. L'explication est logique et simple, l'état social évolue constamment. Les Hommes évoluent et font évoluer la société ainsi que les critères moraux. Il n'y a qu'à regarder les transformations sociétales en constante mutation pour s'en convaincre. L'évolution des formes d'ISR en est un témoignage. Pour illustrer ce propos, nous pouvons évoquer le droit de vote des femmes à partir de 1944, le droit d'ouvrir un compte bancaire en leur nom et à travailler sans le consentement de leur mari en 1965, le droit à l'avortement en 1975 ou encore l'évolution du poids du code du travail français, pesant 500 gr en 1878, 540 gr en 1988, 750 gr en 1998 et 1450 gr en 2010⁴⁷⁶.

En réalité, les théoriciens d'une morale quantifiable présupposent que la morale tend vers un équilibre. À l'image de la défaillance fondamentale de la théorie de l'équilibre général en économie, les mêmes arguments peuvent être avancés afin de rejeter cette méthodologie impliquant un formalisme mathématique. Les critères éthiques sont en fait influencés par un processus dynamique de coordination sociale. En l'absence d'un cadre « totalitaire » comme à une époque durant laquelle une religion précise gouvernait la morale, les critères moraux varient et évoluent en fonction des particularités humaines.

Les premières impressions de Rica à Paris mettent en évidence que notre société a connu une certaine évolution. Cette satire des mœurs, des habitudes, de la politique, ou encore de la religion, offerte par Montesquieu dans les *Lettres persanes*, nous montre parfaitement que l'évolution est au cœur de notre monde⁴⁷⁷. Voltaire fait la même constatation dans l'*Essai sur*

⁴⁷³ von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet. p. 2.

⁴⁷⁴ Aristote. (1965). *Éthique de Nicomaque*. Traduit par Voilquin, J. Paris : Garnier-Frères. p. 23.

⁴⁷⁵ Durkheim, E. (2014). Chapitre II - Détermination du fait moral. Dans : E, Durkheim, *Sociologie et philosophie* (pp. 41-74) : Presses Universitaires de France. (Œuvre originale publiée en 1898).

⁴⁷⁶ Laurent, S., & Breteau, P. (2018). Trop épais, le code du travail ? Comparez-le avec d'autres ouvrages qui le sont encore plus. Source : www.lemonde.fr: https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/01/30/trop-epais-le-code-du-travail-comparez-le-avec-d-autres-ouvrages-qui-le-sont-encore-plus_5249274_4355770.html

⁴⁷⁷ Montesquieu. (2019). *Lettres persanes*. Hatier.

les mœurs : « Il est aisé de remarquer combien de mœurs ont changé dans presque toute la terre depuis les inondations des Barbares jusqu'à nos jours⁴⁷⁸ ». À titre d'exemple contemporain, nous pouvons observer l'évolution des codes de bonne gouvernance entre le rapport Viénot 1 et le code de gouvernance AFEP-Medef (voir tableau 22).

Année	1995	1999	2002	2018
Code de gouvernance	Viénot 1	Viénot 2	Bouton	Afep-Médef
Nombre de proportion recommandé d'indépendants au sein :				
- Du conseil	Au moins 2 administrateurs	Au moins 1/3	La moitié	La moitié
- Du comité des comptes	Au moins un administrateur ; pas de salariés	1/3	2/3	2/3
- Du comité des rémunérations	Éviter des mandats croisés	Majoritaires	Majoritaires ; pas de mandataires social	Majoritaires ; pas de mandataire social
- Du comité des nominations	Au moins un administrateur	1/3	1/3	Majoritaires ; pas de mandataire social

Tableau 22 : Évolution des codes de gouvernance⁴⁷⁹

Il apparaît alors illusoire de présenter une notation extra-financière objective. Une analyse offrant une notation sociale / sociétale de X/100 aujourd'hui, pourrait se transformer en Y/100 dans 3 ans. Un parallèle peut être fait avec l'observation de Ampeau concernant les agences de notation financière : « On remarquera le paradoxe, qui fait rentrer dans la boîte noire d'une agence de notation de multiples et complexes données financières, pour donner à la sortie une simple note⁴⁸⁰ ».

Le problème avec cette doctrine de la quantification de la morale est que nous recherchons un calcul hédoniste pour justifier une préférence. Le réalisme moral couramment utilisé amène à noter des critères extra-financiers sur des principes de moyens et non de fins, c'est-à-dire de façon déontologique et non conséquentialiste. La prudence de Bastiat⁴⁸¹ nous conduit à éviter

⁴⁷⁸ Voltaire. (1962). *Essai sur les mœurs et l'esprit des nations*. Éditions sociales.

⁴⁷⁹ Wirtz, P. (2019). *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*. La découverte.

⁴⁸⁰ Ampeau, G. (2018). *La comédie de la notation*. Éditions EMS. p. 74.

⁴⁸¹ Bastiat, F. (1993). *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas*. Romillat. (Œuvre originale publiée en 1864).

le jugement des moyens et à préférer le jugement des conséquences de ces moyens. Le conséquentialisme doit donc permettre de faire face, au moins de manière partielle, à l'incertitude inhérente aux conséquences liées aux actions humaines. La philosophie de l'anekantavada⁴⁸² rejoint les propositions de Hazlitt quant à l'importance de la relativité et donc de la subjectivité des valeurs éthiques, en lien avec les deux critères apparaissant comme des obstacles insurmontables à une quantification éthique. Comme le dit Montier : « la confiance aveugle dans tout ce qui contient des chiffres est la malédiction de notre industrie⁴⁸³ ».

Cette réflexion met en avant la complexité de la mise en place d'une notation extra-financière, allant même jusqu'à deux chiffres après la virgule, alors que l'ensemble de cette notation repose sur des critères subjectifs et évolutifs.

§ 3 Compréhension de la polyphonie méthodologique de l'analyse extra-financière

Afin d'observer la polyphonie des différentes méthodologies d'analyse extra-financière, il convient d'établir un corpus d'organismes de notation. Le choix s'est alors porté sur trois ANEF différentes et présentes dans le rapport Novethic sur le panorama des ANEF⁴⁸⁴, sélectionnées pour une étude menée en 2018 auprès des entreprises du SBF 120⁴⁸⁵. Avant d'observer ces méthodologies, il est intéressant de souligner que Novethic⁴⁸⁶, acteur considéré comme référence dans le domaine de l'économie durable, définit le métier d'analyse extra-financière, comme consistant « à évaluer les politiques Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG) des entreprises, des États ou d'autres types d'émetteurs de titres et à établir, à partir de cette analyse, une notation permettant de comparer les pratiques ESG des différents émetteurs de titres cotés ou non cotés⁴⁸⁷ ». Pour Novethic, la notation dépend donc des politiques et non des conséquences des actions des entreprises. Ce qu'une analyse conséquentialiste réfute entièrement.

Bien qu'il n'existe pas de méthodologie standardisée, la très grande majorité des agences de notation extra-financière élaborent les notations de façon quantitative. Chacune des ANEF

⁴⁸² Philosophie composée de deux doctrines, l'une recherchant des points de vue multiples (Nayavada) et l'autre prenant en compte 4 critères (spécificité, localisation, temps, état) afin de traiter une situation (Sydvada) pouvant être décrite comme une réalité relative. Cette philosophie se rapproche par sa méthodologie à la proposition schématique permettant un jugement moral de Henry Hazlitt.

⁴⁸³ Montier, J. (2009). Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment. John Wiley & Sons Inc. p. 40.

⁴⁸⁴ Novethic. (2014). Panorama des agences de notation extra-financière.

⁴⁸⁵ Afep, Medef, Cliff. (2019). Initiative Medef-Afep-Cliff-C3D sur les relations entre entreprises et organismes de notation extra-financière.

⁴⁸⁶ Fondée en 2001 et filiale de Groupe Caisse des Dépôts.

⁴⁸⁷ Novethic. (2014). Panorama des agences de notation extra-financière.

détermine selon ses propres valeurs les pondérations à allouer à chacun des critères, des sous-thèmes de l'ESG, puis à chacun des piliers ; environnemental, social, de gouvernance. Le moyen méthodologique pour l'analyse des critères jugés par l'éthique est une fois de plus celui des sciences naturelles. Dans un triangle rectangle, le carré de la longueur de l'hypoténuse est égal à la somme des carrés des longueurs des deux autres côtés. C'est une réalité géométrique. En revanche, est-il plus important de prendre en compte le pourcentage de femmes dans l'effectif cadre, ou est-il plus important de prendre en compte le pourcentage de personnes en situation de handicap pour déterminer la notation du sous thème « diversité », lui-même n'étant qu'une composante de la notation sociale d'une entreprise ? Est-il plus important de prendre en compte le taux d'absentéisme pour maladie et accidents du travail, ou le taux de gravité des accidents du travail ? Il apparaît que les réponses sont discutables et complexes à trouver. Cela semble normal pour des Sciences humaines. Voltaire constatait déjà la difficulté, voire l'impossibilité de juger un ensemble multifactoriel⁴⁸⁸. À la suite de la demande d'Ituriel à Babouc, « Va dans cette ville, examine tout ; tu me reviendras m'en rendre un compte fidèle ; et je me déterminerai, sur ton rapport, à corriger la ville ou à l'exterminer. », celui-ci eu une méthode originale pour lui rendre compte :

« Il fit faire par le meilleur fondeur de la ville une petite statue composée de tous les métaux, des terres et des pierres les plus précieuses et les plus viles ; il la porta à Ituriel : Casserez-vous, dit-il, cette jolie statue, parce que tout n'y est pas or et diamants ? Ituriel entendit à demi-mot ; il résolut de ne même pas songer à corriger Persépolis, et de laisser aller le monde comme il va. »

L'AMF adopte le même raisonnement en expliquant que la littérature académique montre que les résultats d'évaluations (score ESG) divergent de façon croissante en fonction de la quantité d'informations⁴⁸⁹. Pourtant, aujourd'hui les agences de notation extra-financière déterminent une notation globale fondée sur des interprétations subjectives de chacun des axes ESG, eux-mêmes élaborés sur l'interprétation d'importance de dizaines de sous-thèmes, eux-mêmes construits sur l'interprétation de l'importance de centaine de critères. La figure 38 n'est qu'un modèle illustratif pour la notation de la responsabilité sociale d'une entreprise. Il faut bien comprendre que cette notation n'est pas façonnée sur deux sous-thèmes, mais des dizaines, eux

⁴⁸⁸ Voltaire. (2006). *Le Monde comme il va*. Gallimard.

⁴⁸⁹ Demartini, A. (2020). La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services. Autorité des marchés financiers. p. 4.

même conçus sur des centaines de critères. Le choix de la pondération des différentes parties rend donc complexe l'exercice de notation (figures 39, 40 et 41).

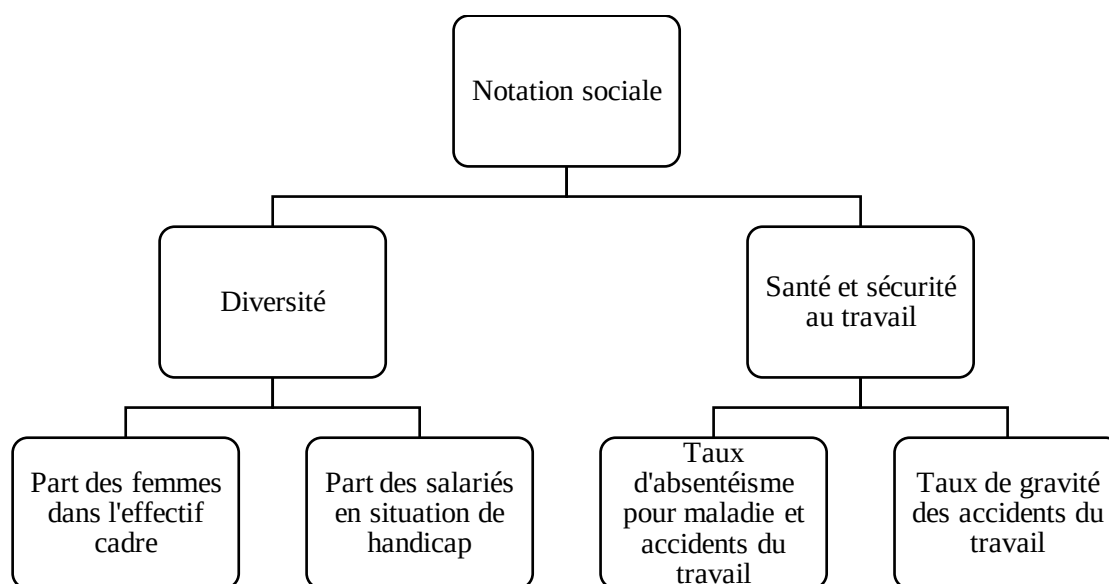


Figure 38 : Exemple d'une méthodologie d'analyse extra financière du pilier social

En substruction de la difficulté d'établir une pondération précise pour chacune des composantes de la notation finale, une autre problématique intervient. Quels sont les objectifs à atteindre pour chacun des critères sélectionnés ? Si le taux d'absentéisme pour maladie et accidents de travail est de 3%, comment juger ce résultat ? Il semble que les agences présentes dans le corpus aient décidé de déterminer une notation en fonction des pairs du secteur dans lequel se trouve l'entreprise. Prenons alors l'exemple du critère traitant de la part des déchets recyclés. Si les entreprises d'un secteur d'activité recyclent en moyenne 2% de leurs déchets, et que l'entreprise A recycle 5% de ses déchets, est-elle totalement responsable ? La réponse ne semble pas évidente. Une autre problématique intervient. Comment analyser l'ensemble des critères de Meta Platforms (Facebook), si celui-ci n'a que très peu, voire pas de comparable ? Comment analyser Bouygues, avec la construction ou avec la télécommunication ? Comment analyser Thales, avec la défense ou avec l'aérospatial ? Comment analyser Berkshire Hathaway, avec l'assurance, la finance, l'agro-alimentaire, les médias ou la technologie ?

Les méthodologies d'analyses extra-financières contemporaines apparaissent, malgré le désir de justifier scientifiquement (mathématiquement) les critères ESG, victimes du fait que

l'ensemble de leurs activités repose sur les sciences sociales, et non les sciences de la nature. L'objectif n'est pas d'affaiblir l'analyse extra-financière, mais de la rendre plus robuste et moins contestable à l'avenir.

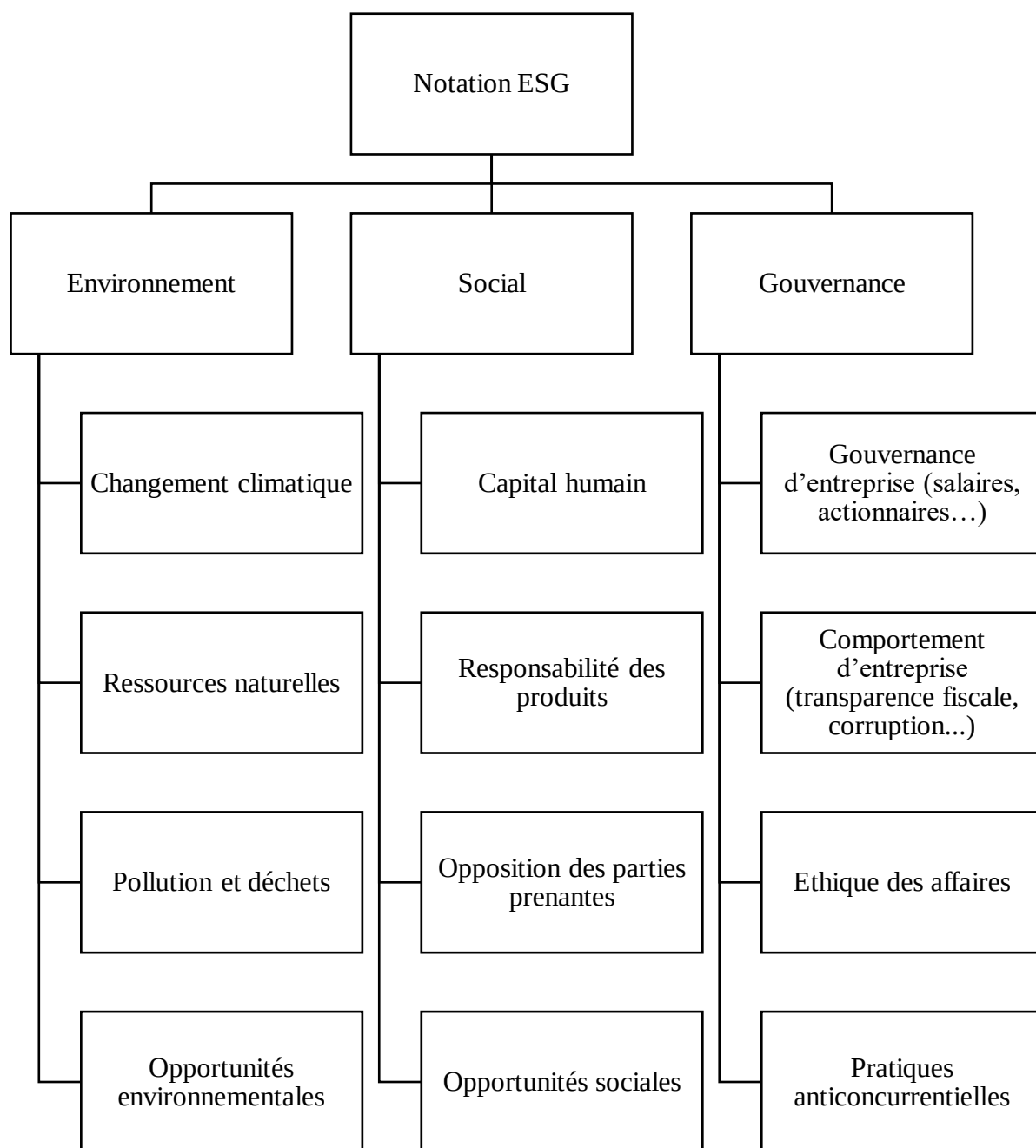


Figure 39 : Principaux critères de notation ESG MSCI⁴⁹⁰

⁴⁹⁰ MSCI ESG Research. (2018). MSCI ESG Ratings Methodology.



Figure 40 : Principaux critères de notation ESG INRATE⁴⁹¹

⁴⁹¹ Inrate. (2018). Inrate's ESG Impact Rating Methodology.

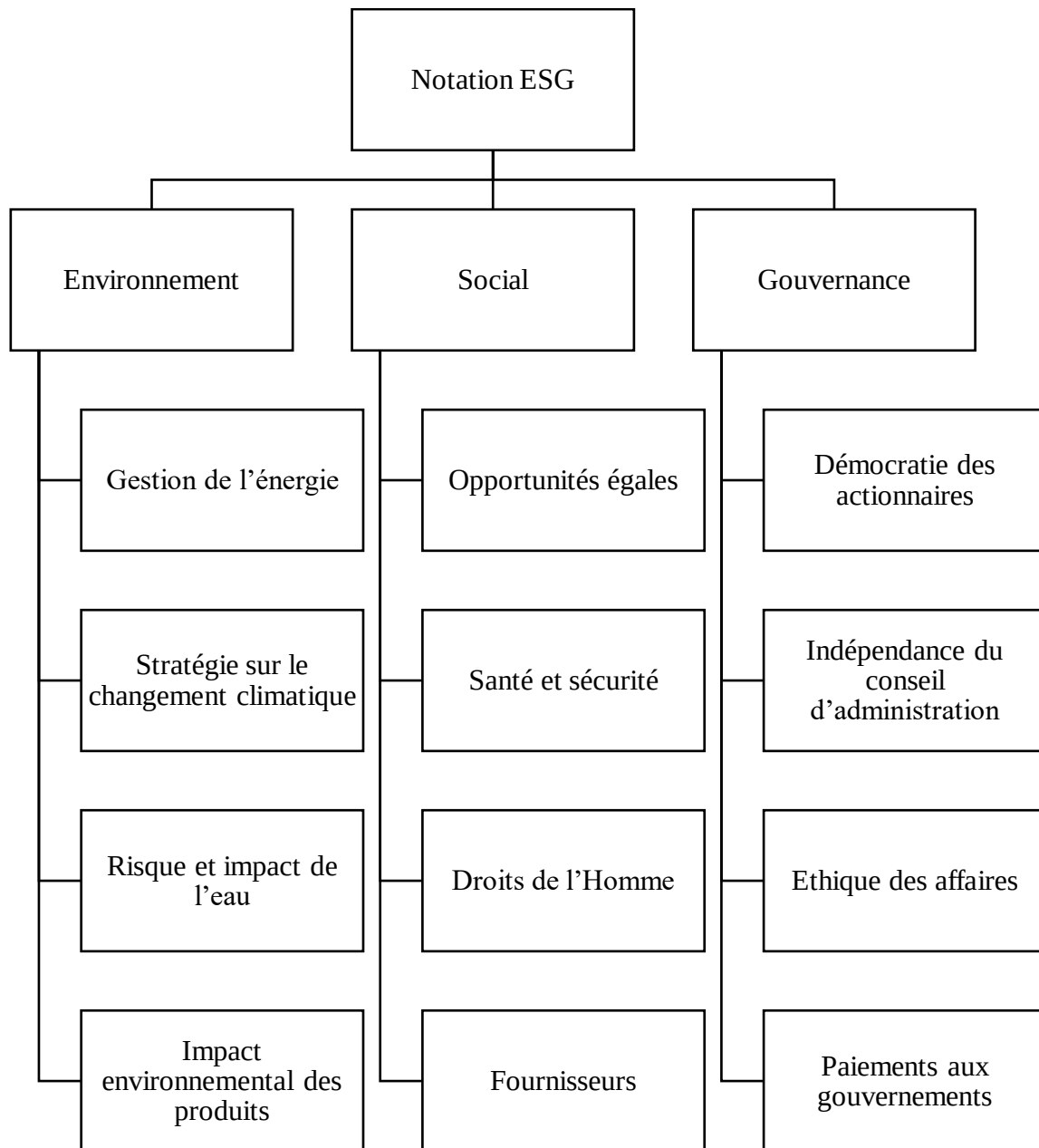


Figure 41 : Principaux critères de notation ESG Oekom⁴⁹²

⁴⁹² ISS Oekom. (2019). ESG Corporate Rating.

§ 4 La simplicité comme gage de clarté

Dans le domaine de la finance comme dans d'autres, nous avons tendance à passer beaucoup de temps à essayer de découvrir de plus en plus de choses, pour finalement voir que cela nous amène à remettre tout en question, et donc à nous éloigner d'une prise de décision limpide. L'époque est à l'information continue, et cela nous conduit à ne pas réussir à distinguer la réelle information importante. Ce phénomène est expliqué dans un article de Cordel paru dans *Harvard Business Review*⁴⁹³. Cordel justifie la difficulté d'une bonne prise de décision, par la présence d'une surcharge informationnelle. Comme le dit Régnault, « Noyés sous un flot de données souvent contradictoires, nous nous embrouillons et ne savons plus quoi penser ni comment agir⁴⁹⁴ ».

Dans le but d'approfondir notre réflexion relative à l'analyse extra-financière, la lecture de l'article *One making the right choice : the deliberation - without – attention effect*⁴⁹⁵ s'avère utile. Elle permet notamment d'éviter certaines idées intuitives. Dans cet article, les chercheurs ont voulu vérifier qu'une réflexion approfondie conduisait inévitablement à de bonnes décisions et à des choix satisfaisants. Afin d'arriver à une conclusion évidente, quatre études ont été pratiquées. Les quatre conclusions sont identiques ; aussi nous nous attarderons uniquement sur les deux premières de façon à imaginer, et à comprendre ce consensus. La première étude consistait à demander à deux groupes de personnes (à l'aide de différents attributs) de choisir une voiture parmi quatre modèles. Un modèle bénéficiant de 75% d'attributs positifs, deux ayant 50% d'attributs positifs, et un dernier ayant 25% d'attributs positifs. Dans le premier cas, quatre attributs étaient présentés (cas simple), douze dans le second (cas complexe). Les résultats montrent que les participants bénéficiant de quatre minutes de réflexion ont mieux choisi (la meilleure voiture) dans le cas simple que les participants ayant été distraits. En revanche, ceux-ci ont moins bien choisi dans le cas complexe (figure 42). La conclusion de la première étude met en avant qu'une pensée consciente conduit à des choix qualitatifs dans des cas simples, mais pas forcément dans des cas plus complexes. Il semblerait qu'une réflexion

⁴⁹³ Cordel, F. (2016). Pourquoi avoir trop d'informations peut être un frein aux bonnes décisions. Source : <https://www.hbrfrance.fr/> <https://www.hbrfrance.fr/chroniques-experts/2016/05/11134-pourquoi-avoir-trop-dinformations-peut-etre-un-frein-aux-bonnes-decisions/>

⁴⁹⁴ Régnault, I. (2019). Quand trop de données tuent la prise de décision. Source : [maisouvaleweb.fr: http://maisouvaleweb.fr/de-donnees-tuent-prise-de-decision/](http://maisouvaleweb.fr/de-donnees-tuent-prise-de-decision/)

⁴⁹⁵ Dijksterhuis, A., Bos, M., Nordgren, L., & van Baaren, R. (2006). One Making the Right Choice: Deliberation Without Attention Effect. *Science*, n° 311, pp. 1005-1007.

intense au sujet de nombreux critères ne permette pas d'établir une analyse logique, là où une réflexion succincte arrive à déterminer le meilleur choix.

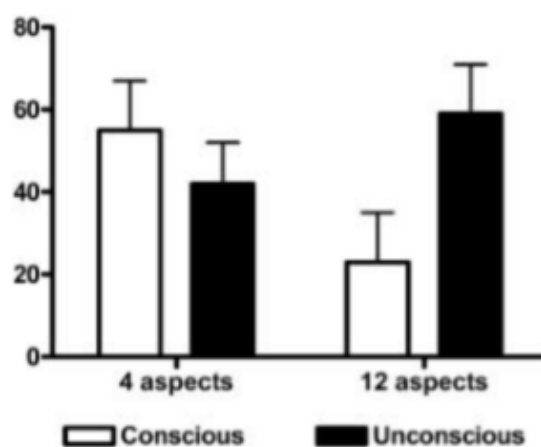


Figure 42 : La simplicité comme source de compréhension 1⁴⁹⁶

La seconde étude reposait sur les attitudes des participants à l'égard de chacune des voitures, la variable étant la différence entre la meilleure voiture et la pire voiture. Comme l'indiquent les auteurs : « Encore une fois, les penseurs conscients étaient mieux en mesure de différencier la qualité des voitures dans des conditions simples, tandis que les penseurs inconscients étaient mieux en mesure de différencier la qualité des voitures dans des conditions complexes » (figure 43).

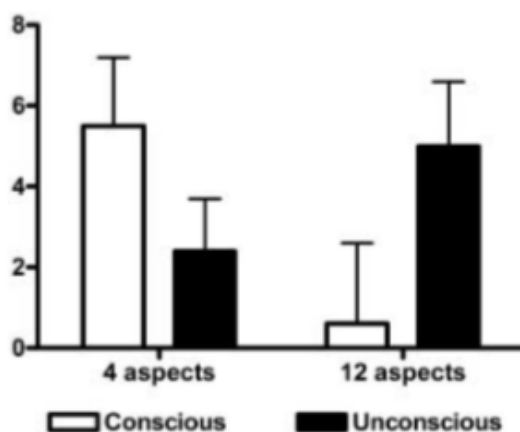


Figure 43 : La simplicité comme source de compréhension 2⁴⁹⁷

⁴⁹⁶ *Ibidem.*

⁴⁹⁷ *Ibidem.*

Ces résultats mettent en avant le fait que plus les critères à analyser sont nombreux, plus l'analyse approfondie entraîne des erreurs de jugement. Ces conclusions traitant de l'hypothèse de la délibération sans attention, soulèvent une nouvelle difficulté quant à la quantification en un résultat simple d'une agglomération d'une somme importante de critères. Une vision pragmatique montre alors que c'est une méprise que de croire qu'il est essentiel d'avoir une importante masse d'informations pour prendre une bonne décision. Comme le dit Montier, « Plutôt que de collecter sans fin quantité d'informations, nous devrions consacrer plus de temps à déterminer ce qui est réellement important, et se consacrer sur cela⁴⁹⁸ ».

La lecture d'un second article peut être tout aussi éclairante⁴⁹⁹. Dans *When Choice is Demotivating : Can One Desire Too Much of a Good Thing ?*, Iyengar et Lepper ont installé un stand de dégustation dans une épicerie gastronomique californienne (épicerie offrant une sélection extrêmement large de produits). Le dessein étant de chercher à comprendre quelles seraient les réactions des clients quant à la présentation de six et vingt-quatre pots de confitures aux arômes différents. Dans un premier temps, les résultats montrent que 60% des passants se sont approchés de la table présentant vingt-quatre pots, tandis qu'ils n'étaient que 40% pour la table composée de six. Toutefois, 30% des personnes s'approchant de la table de six pots ont finalisé un achat contre seulement 3% pour les personnes s'approchant de la table aux vingt-quatre pots (figure 44).

⁴⁹⁸ Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment*. John Wiley & Sons Inc. p. 196.

⁴⁹⁹ Iyengar, S., & Lepper, M. (2000). *When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing?* *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 79, n° 6, pp. 995-1006.

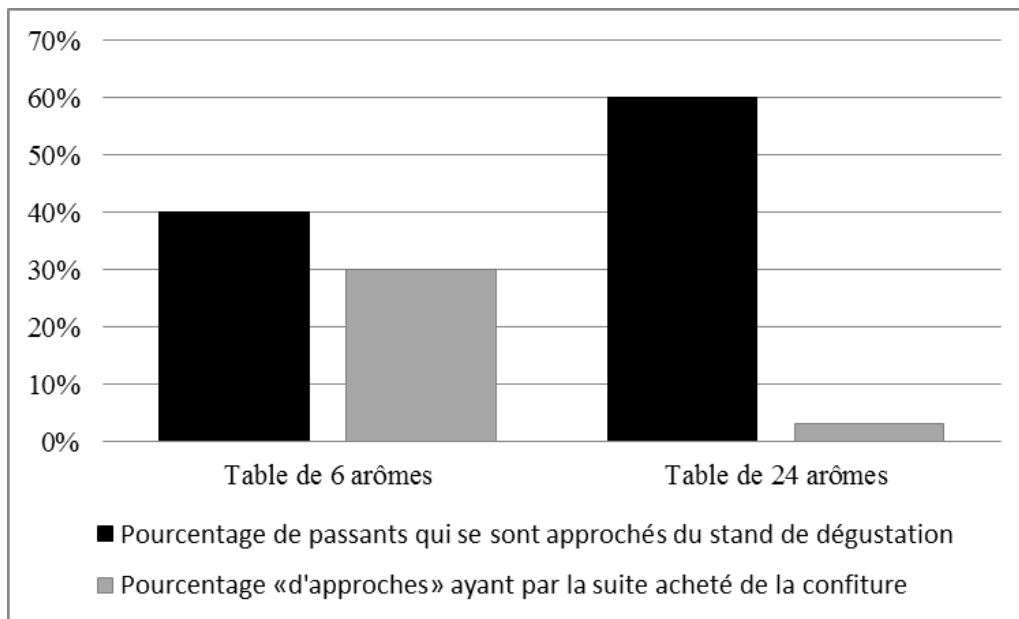


Figure 44: Paradoxe de choix (Iyengar & Lepper).

Dans la même intention, Iyengar, Jiang, et Huberman⁵⁰⁰ ont testé l'hypothèse selon laquelle les taux de participation des employés au plan 401k (régime d'épargne retraite US) diminuent à mesure que le nombre d'options de fonds augmente. Cette étude étant composée des clients du groupe *Vanguard* a été affinée (à l'aide de différents critères), laissant alors un groupe d'analyse de 793794 personnes. Les résultats montrent qu'à mesure de dix fonds ajoutés à l'offre, était associée une baisse de 1,5% à 2% du taux de participation. Avec une offre de seulement deux fonds, les taux de participations avaient atteint 75%, tandis qu'ils n'étaient que de 60% pour une offre composée de cinquante-neuf fonds.

C'est ce que l'on appelle le paradoxe de choix. En analyse extra-financière, nous pourrions intégrer des centaines voire des milliers de critères ; pour autant, il apparaît que cette multiplicité ne sera qu'un gage d'une plus grande confusion. En plus de complexifier une activité déjà fortement opaque, cela conduit à une défiance entraînant une certaine paralysie. Schwartz ne semble pas se tromper en expliquant que l'excès de choix est notre fléau, que l'absence d'un bocal métaphorique conduit à la misère⁵⁰¹. Le phénomène de surcharge d'informations et celui de paradoxe de choix apparaissent être plus qu'intéressants pour

⁵⁰⁰ Iyengar, S., Jiang, W., & Huberman, G. (2003). How Much Choice is Too Much?: Contributions to 401(k) Retirement Plans. Philadelphia: Pension Research Council Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.

⁵⁰¹ Schwartz, B. (2005). Le paradoxe du choix. Source : www.ted.com:https://www.ted.com/talks/barry_schwartz_the_paradox_of_choice?language=fr#t-1158994

l'activité de notation extra-financière. Pourtant, ces deux phénomènes sont actuellement totalement délaissés par les analystes extra-financiers. *Pauca sed bona*. C'est d'ailleurs ce que révèlent Nofsinger et *al.*, en affirmant :

« L'agrégation de plusieurs critères ES différents pourrait conduire à des attributs positifs et négatifs qui s'annulent entre les critères ES. Par exemple, une violation des droits de l'homme peut être compensée par une force environnementale pratiquement sans rapport. De plus, l'agrégation des critères ES peut impliquer des hypothèses discutables sur l'importance accordée aux critères ES généraux⁵⁰². »

Nous pensons que la théorie du U inversé est également valable en analyse extra-financière. C'est-à-dire que la qualité de décision avancera avec la quantité d'informations, jusqu'à un certain point après lequel toute information supplémentaire affectera la qualité de décision (figure 45).

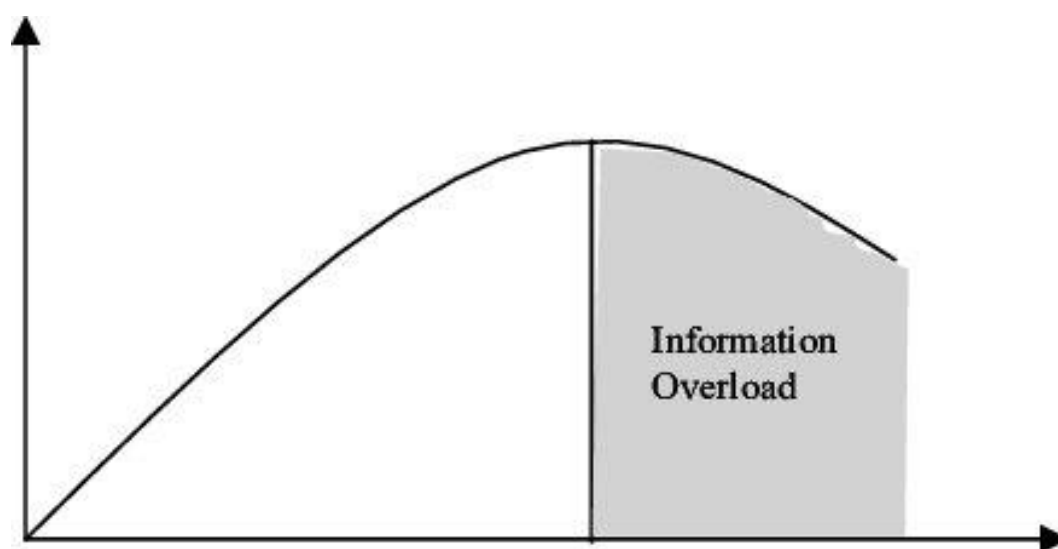


Figure 45 : Courbe en U inversé⁵⁰³

§ 5 Une divergence significative de notations extra-financières

L'ensemble des réflexions menées jusqu'à présent nous permet d'avancer de façon logico-déductive que les notations extra-financières font face à un problème de subjectivité. Cela

⁵⁰² Nofsinger, J. R., Sulaeman, J., & Varma, A. (2019). Institutional Investors and Corporate Social Responsibility. *Journal of Corporate Finance*, vol. 58, pp. 700-725.

⁵⁰³ Eppler, M., & Mengis, J. (2003). A Framework for Information Overload Research in Organizations. ICA.

conduit les méthodologies d'analyses couramment utilisées à être incertaines et contestables. De plus, les études antérieures concernant le paradoxe de choix et la courbe en U inversé peuvent être reliées à des recherches montrant la faible corrélation des notations ESG.

Une récente étude menée par Berg, Kölbel et Rigobon⁵⁰⁴ soutient la constatation d'une importante divergence de notation entre les différentes agences (tableau 23). Les auteurs ont étudié les notations E, S, G et ESG émanant de six agences de notation de renom : KLD, Sustainalytics, Vigeo Eiris, RobeccoSam, Asset 4 et MSCI, et leurs conclusions sont que les notations divergent pour trois raisons :

- Les critères ne sont pas semblables,
- Les mesures des critères ne sont pas semblables,
- Les pondérations ne sont pas semblables.

La corrélation moyenne des scores extra-financiers est alors de 0,54, c'est-à-dire modérée. Les scores S montrent même une corrélation de 0,42 (faible) et les G une corrélation de 0,30 (faible ou aucune). Une étude antérieure de Semenova and Hassel⁵⁰⁵ expose la faible convergence des notations environnementales aux Etats-Unis, quand Chatterji, Durand, Levine et Touboul⁵⁰⁶ trouvent un manque d'accord concernant le critère social.

	KL SA	KL VI	KL RS	KL A4	KL MS	SA VI	SA RS	SA A4	SA MS	VI RS	VI A4	VI MS	RS A4	RS MS	A4 MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Tableau 23 : Corrélation des notations ESG

Dans le dessein de tester les résultats avancés par les recherches précédentes, nous avons effectué une comparaison des notations ESG des entreprises du SBF 120 (décembre 2020) émanant de quatre agences différentes, Sustainalytics, Robecco, Vigeo Eiris, Refinitiv.

⁵⁰⁴ Berg, F., Koelbel, J., & Rigobon, R. (2020). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. MIT Sloan School Working Paper 5822-19.

⁵⁰⁵ Semenova, N., & Hassel, L. (2015). On the Validity of Environmental Performance Metrics. Journal of Business Ethics, vol. 132, n° 2, pp. 249-258.

⁵⁰⁶ Chatterji, A., Durand, R., Levine, D., & Touboul, S. (2016). Do ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers. Strategic Management Journal, vol. 37, n° 8, pp. 1597-1614.

Nous avons tout d’abord constaté que seulement 54 entreprises bénéficiaient d’une notation de la part de l’ensemble de ces agences. Nous avons ensuite classé les entreprises par décile puis par quartile de notation. Les résultats montrent une corrélation moyenne de 0,32, c’est-à-dire une corrélation très faible, corroborant les études précédentes (voir tableaux 24, 25 et annexe 12).

	SU RO	SU VI	SU RE	RO VI	RO RE	VI RE	Moyenne
Déciles	0,43	0,57	0,16	0,29	0,23	0,21	0,32
Quartiles	0,47	0,55	0,21	0,27	0,19	0,21	0,32

Tableau 24 : Corrélations des notations ESG des entreprises du SBF 120

	SU RO	SU VI	SU RE	RO VI	RO RE	VI RE	Moyenne
Déciles	Faible	Modérée	Peu ou pas	Peu ou pas	Peu ou pas	Peu ou pas	Faible
Quartiles	Faible	Modérée	Peu ou pas	Peu ou pas	Peu ou pas	Peu ou pas	Faible

Tableau 25 : Interprétation des corrélations ESG des entreprises du SBF 120⁵⁰⁷

À titre d’exemple, le directeur général de l’entreprise pétrolière Chevron indique que la société pétrolière préfère verser des dividendes plutôt que d’utiliser l’argent pour investir dans la production d’énergie solaire et éolienne⁵⁰⁸. Pourtant, Refinitiv donne un score ESG de 83,89% et un score émissions de 83,75%, tandis que Sustainalytics indique un risque ESG grave plaçant l’entreprise dans l’extrême de l’échelle de notation (16/09/2021).

Ces constatations corroborent les principales conclusions émanant d’un récent rapport de l’OCDE :

« Les principales conclusions de notre analyse montrent que les notations ESG varient fortement selon le fournisseur choisi, ce qui peut se produire pour un certain nombre de raisons, telles que différents cadres, mesures, indicateurs et métriques clés, utilisation des données, jugement qualitatif et pondération des sous-catégories⁵⁰⁹. »

⁵⁰⁷ SU = Sustainalytics, RO = Robecco, VI = Vigeo Eiris, RE = Refinitiv.

⁵⁰⁸ Valle, S., & Hampton, L. (2021). Chevron would rather pay dividends than invest in wind and solar -CEO. Source : [www.reuters.com: https://www.reuters.com/business/energy/chevron-ceo-says-dividend-shareholders-better-than-investing-wind-solar-2021-09-15/](https://www.reuters.com/business/energy/chevron-ceo-says-dividend-shareholders-better-than-investing-wind-solar-2021-09-15/)

⁵⁰⁹ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. Paris: OECD.

En réalité, le nombre de critères et la subjectivité de leurs évaluations incitent à rationaliser le processus, pour que celui-ci soit plus impactant et moins subjectif, faute de quoi, le nihilisme n'est pas à négliger. Nos réflexions et observations antérieures nous indiquent qu'il convient alors de sélectionner un nombre restreint de critères légitimement valables et utiles.

§ 6 L'utilitarisme coopératif pour une responsabilité extra-financière significative

Hazlitt⁵¹⁰ propose comme critère de significativité éthique de se poser la question de quelles actions ou quelles règles d'actions feraient le plus pour promouvoir la santé, le bonheur et le bien-être de l'agent individuel ou quelles règles d'actions feraient le plus pour promouvoir la santé, le bonheur et le bien-être à long terme pour l'ensemble de la communauté, de l'humanité ?

En effet, pour juger de l'utilité de l'apport positif d'actions, il semble essentiel de comprendre leurs conséquences à long terme. Il apparaît trop superficiel de juger une action impulsive ou excessivement passionnée sur le court terme. Pour l'activité économique ou l'activité de gestion de portefeuille, les critères sont identiques. Vaut-il mieux investir dans un produit financier à la mode, à un prix élevé, performant sur le *momentum* à court terme, pour le plaisir ou l'orgueil de l'investisseur, ou est-il préférable de s'assurer d'investir en corrélation avec les fondamentaux financiers d'une entreprise rentable et peu chère ? L'investisseur averti comprendra aisément dans quelle situation il favorisera son bien-être à long terme. Cela permet d'illustrer le principe de l'utilitarisme coopératif prôné par Hazlitt. La règle éthique peut-être la suivante : il est préférable de promouvoir les intérêts de l'individu et de la société à long terme, plutôt que de favoriser une sensation de bien-être et de bonheur à court terme, en omettant les résultats futurs. Cette règle morale repose sur un fondement, celui de la coopération sociale.

Un des apports de Hazlitt est celui de la compréhension de l'impossibilité de quantifier ou de mesurer le bonheur, donc l'éthique. Il se démarque à ce niveau-là de Bentham, fondateur de l'utilitarisme (moderne), qui a tenté de quantifier le plaisir. La particularité de cette réflexion réside dans la prise en compte d'un élément qui est peu admis et peu étudié, soit la relation entre l'éthique et l'économie. Hazlitt exprime cette vision en ces termes :

« Les conclusions éthiques ne peuvent être obtenues indépendamment ou isolément de l'analyse des conséquences économiques d'institutions, de principes ou de règles d'action. L'ignorance

⁵¹⁰ Hazlitt, H. (1998). The Foundations of Morality. Foundation for Economic Education.

*économique de la plupart des philosophes éthiques et l'échec commun, même de ceux qui ont compris les principes économiques pour les appliquer à des problèmes éthiques, ont fait obstacle au progrès de l'analyse éthique et expliquent en partie la stérilité d'une si grande partie de celle-ci. En réalité, il n'y a guère de problème éthique sans son aspect économique. Nos décisions éthiques quotidiennes font partie des principales décisions économiques et presque toutes nos décisions économiques quotidiennes ont, à leur tour, un aspect éthique*⁵¹¹. »

L'utilitarisme définit dans le Larousse comme une doctrine politique et morale fondée sur l'utilité peut en effet être envisagée. Dans un monde dans lequel les valeurs morales fluctuent et sont discordantes⁵¹², la rationalité de l'évaluation des conséquences de nos actions émerge comme le principal moyen de déterminer une éthique universelle. L'utilitarisme basée sur la théorie conséquentialiste évaluant une action uniquement en fonction des conséquences n'est pas idéaliste, mais place la raison à la source de toute morale. Dans son œuvre *Introduction aux principes de morale et de législation*⁵¹³, Bentham enseigne que les conséquences d'une action sont l'unique base permettant de juger de la moralité d'une action. Mill fait évoluer cette doctrine de recherche de plaisir, vers la recherche du bonheur pour la majorité.

La doctrine utilitariste arrive comme un héritage des Lumières, avec pour base Bentham, lui-même inspiré par Hume⁵¹⁴. La théorie de départ est la poursuite des travaux des Lumières dans la recherche d'une émancipation des règles morales en accointances des lois d'ordre naturel émanant de la religion. Arnsperger et Van Parijs⁵¹⁵ résument cela avec le principe qu'« aucune autorité suprême ne peut décréter ce qui est juste ou bon ». Déjà tiraillé par la notion de vertu dans une lettre datant de 1814 et destinée à Thomas Law, Thomas Jefferson parlait de l'utilité dans ces termes : « Alors que nous trouvons, en fait, que les mêmes actions sont considérées comme vertueuses dans un pays et vicieuses dans un autre. La réponse est que la nature a fait de l'utilité pour l'homme la norme et le meilleur de la vertu⁵¹⁶ ».

Depuis ces paroles de Jefferson, les chercheurs n'ont pas intégré le principe d'utilité. C'est sans doute la cause du questionnement contemporain autour de la morale et de l'éthique (notamment dans le secteur de l'investissement), ainsi que la source de la stérilité et de la particularité des réponses apportées par les philosophes ou penseurs actuels. Pourtant, dès 1751,

⁵¹¹ *Ibidem.*, p. 301.

⁵¹² Rommes, J.-J. (2009). *Ethique et Argent - un conflit éternel ? Exposition Colours of money.*

⁵¹³ Bentham, J. (2011). *Introduction aux principes de morale et de législation.* Broché

⁵¹⁴ Cléro, J.-P. (2013). Hume et l'utilité. *Revue internationale de philosophie*, n° 263, pp. 99-122.

⁵¹⁵ Arnsperger, C., & Van Parijs, P. (2003). *Éthique économique et sociale.* La Découverte. pp. 15-28.

⁵¹⁶ Jefferson, T. (2006). *Écrits politiques.* Traduit par Dréan, G. Les belles lettres. p. 195.

Hume réintroduisit les principes de l'utilité. « Attribuer à leur utilité la louange que nous accordons aux vertus sociales semble une idée si naturelle, que l'on s'attendrait à rencontrer ce principe chez tous les moralistes, comme premier fondement de leur raisonnement et de leur recherche⁵¹⁷ ». Hume fut suivi en 1789 par *Introduction aux principes de la morale et de la législation*, de Bentham. Celui-ci expliquait qu'il est plus raisonnable de juger les conséquences de nos actions, plutôt que nos actions elles-mêmes. Bien que considéré par beaucoup comme l'utilitariste dominant (hédoniste), il convient d'expliquer que les thèses utilitaristes ont connu une évolution majeure avec des penseurs comme Mill ou encore Hazlitt. Antérieurement, Voltaire émettait une première proposition pour juger la morale des hommes. En effet, dans *Le Monde comme il va*, Babouc, envoyé par Ituriel à Persépolis pour juger de la destruction ou de la préservation de la ville, se fit la remarque suivante :

« Il y avait souvent de très bonnes choses dans les abus. Il vit le jour même que les richesses des financiers, qui l'avaient tant révolté, pouvaient produire un effet excellent ; car l'empereur ayant eu besoin d'argent, il trouva en une heure, par leur moyen, ce qu'il n'aurait pas eu en six mois par les voies ordinaires ; il vit que ces gros nuages, enflés de la rosée de la terre, lui rendaient en pluie ce qu'ils recevaient⁵¹⁸. »

On peut également citer « en toute chose, il faut considérer la fin », marquant la fin de la fable Le renard et le bouc de La Fontaine. Gaillard suit cette même logique en cette réflexion : « La considération et le souci du résultat, telles sont les premières exigences de la conduite morale et de la conduite tout court. Agir sans se soucier des conséquences est le type même de l'attitude irresponsable⁵¹⁹ ».

Le principe d'utilité se veut proprement pragmatique. Il se présente par son fondateur comme un « principe qui approuve ou désapprouve toute action en accord avec la tendance à augmenter ou à diminuer le bonheur de la partie dont l'intérêt est en question⁵²⁰ ». Bien qu'universaliste, le principe présenté par Bentham fût et est encore l'objet d'un rejet pour différentes raisons. Allant d'une dérive politique, à la question du bonheur face à la justice. Toutefois, l'une des controverses les plus notables apparaît et persiste encore au sujet d'un aspect en particulier. Celui de la quantification du bonheur ou du bien-être, à l'image de la quantification ESG. Ce critère qui est encore placé en avant par les anti-utilitaristes ne doit plus être pris en compte. En

⁵¹⁷ Hume, D. (1991). *Enquête sur les principes de la morale*. Paris : Flammarion. p. 119.

⁵¹⁸ Voltaire. (2006). *Le Monde comme il va*. Gallimard. pp. 45-46.

⁵¹⁹ Gaillard, P. (1978). *Liberté et valeurs morales*. Paris : Hatier. p. 63.

⁵²⁰ Bentham, J. (2011). *Introduction aux principes de morale et de législation*. Broché.

effet, Mill fit évoluer l'utilitarisme hédoniste total de Bentham vers un utilitarisme qualitatif indirect, s'émancipant donc de toute tentative de quantification du bonheur.

Dans *The Foundations of Morality*, Hazlitt promeut une vision plus réaliste de l'utilitarisme par rapport à celui de Bentham. Notamment en suivant quelque peu les travaux de Mill. En effet, pour Hazlitt « le plaisir et les satisfactions peuvent être comparés en termes de plus ou moins, mais ils ne peuvent être quantifiés⁵²¹ ». Il explique que nous pouvons comparer les choses ordinairement, pas cardinalement. La pensée de Mises accompagne cette même réflexion en affirmant que « les actions humaines ne deviennent bonnes et mauvaises que la fin qu'elles visent et les conséquences qu'elles entraînent⁵²² ». Pour résumer cette pensée :

« La distinction réelle que nous devons faire pour la clarté éthique n'est pas celle entre l'individu et la société, ni même entre « l'égoïsme » et « l'altruisme », mais entre les intérêts à court terme et ceux à long terme. Cette distinction est constante dans les économies modernes. (...) Ceux qui se moquent de dire qu'à long terme « nous sommes tous morts » sont aussi irresponsables que les aristocrates français dont la devise était après nous le déluge⁵²³. »

Mises ajoute que le principe de causalité doit se tenir au centre des décisions de l'agir humain :

« Seul un homme qui voit le monde dans la perspective de causalité est apte à agir. « ... » Là où l'homme ne voit pas de relation causale, il ne peut agir. « ... » C'est seulement dans la mesure que l'homme connaît la relation causale que son action peut atteindre le but qu'il présuppose. « ... » L'homme ne dispose que de deux principes pour saisir mentalement la réalité, à savoir ceux de la téléologie et de la causalité⁵²⁴. »

Dans l'intention d'éclaircir la méthodologie permettant l'applicabilité de cette démarche d'analyse, Hazlitt indique que chaque individu joue deux rôles dans la société, celui de l'agissant et celui de l'impacté. Toutefois, un troisième rôle doit être envisagé afin de compléter de manière impartiale l'analyse des différentes actions, celui d'observateur. L'assentiment de ces trois points de vue doit alors faire émerger un consensus façonné par leur chœur. Il semblerait qu'il soit raisonnablement difficile d'établir des critères extra-financiers sans ce concert de visions. En fait, dans la mesure où il n'existe aucune limite quant aux efforts que nous pouvons demander aux autres envers nous, se mettre à la place de la personne à qui nous

⁵²¹ Hazlitt, H. (1998). *The Foundations of Morality*. Foundation for Economic Education. p. 27.

⁵²² von Mises, L. (1927). *Le libéralisme*. Traduit par de Quengo, H. (2006). Institut Charles Coquelin. p. 12.

⁵²³ Ibidem., Hazlitt. p. 44.

⁵²⁴ von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet. pp. 36-41.

demandons des efforts nous offre alors une autre analyse indispensable. Rajouter à cela la vision d'une personne externe à la situation, spectatrice, et alors nous trouverons les efforts utiles et acceptables qui devront être effectués pour la maximisation du bonheur du plus grand nombre. Le monde étant hétérogène, composé de société cherchant la pérennité et la rentabilité, et des parties prenantes dépendantes des actions des entreprises, il paraît évident que les efforts demandés par les uns aux autres et vice versa, ne peuvent pas être acceptés simplement car leurs visions peuvent être opposées. C'est à ce moment-là que l'individu spectateur et impartial s'imaginant dans l'une et dans l'autre situation doit pouvoir aider le processus de manière à faire ressortir un compromis entre ces différents acteurs. Cette méthodologie peut alors être définie comme une analyse extra-financière utilitariste et responsable. La recherche d'une désignation nouvelle pour ce procédé émerge de façon à s'émanciper de l'interprétation contemporaine de l'utilitarisme pur, étant majoritairement réduit à la vision quantifiable de Bentham.

Un catalyseur pour cette méthodologie extra-financière peut être trouvé dans la constatation des différences entre les annonces des sociétés et les conséquences de leurs réelles actions. Les faits sont là, les Français ont développé une certaine défiance envers les communications des entreprises. Sur une échelle de 1 à 10, les Français accordent 5,1 de confiance aux propos des dirigeants, 5 aux campagnes de publicité, alors que le résultat est bien plus probant pour les propos des salariés (7,1) ou encore des journalistes (6)⁵²⁵.

⁵²⁵ Denjean & Associés. (2018). Enquête - La responsabilité sociale et environnementale des grands groupes vue par les Français.

Section 3 **Choix de critères pour une évaluation extra-financière soutenable**

La réflexion menée dans la section précédente a fait apparaître certaines limites à la notation extra-financière, notamment en faisant le constat qu'une trop grande quantité de critères extra-financiers est nuisible à la clarté et à la matérialité extra-financière. Cette section vise à répondre à cette limite en faisant émerger un nombre restreint de critères extra-financiers utilitaristes et consensuels.

§ 1 Le principe de responsabilité à travers la loi et la justice

L'éthique majoritaire se retrouve dans des règles de loi. En effet, le droit peut être présenté comme « l'ensemble des règles imposées aux membres d'une société pour que leurs rapports sociaux échappent à l'arbitraire et à la violence des individus et soient conformes à l'éthique dominante⁵²⁶ ». Les principes démocratiques et de liberté se dessinant majoritairement au XVIII^{ème} siècle en France et plus globalement en occident, ont nécessité l'apparition de règles générales équitables pour tous. Bien que développée par Clithène 500 ans avant J-C, l'isonomie apparaît couramment avec la propagation des réflexions raisonnées au XVII^{ème} siècle en Angleterre, puis au XVIII^{ème} siècle en France. Le terme isonomie fut graduellement remplacé par le concept juridique d'État de droit⁵²⁷. Hume offre une place majeure à l'importance de règles générales en complément du principe d'utilité dans le champ éthique. Il évoque cette importance dans son essai *Traité de la nature humaine* :

« L'avidité et la partialité des hommes apporteraient rapidement le désordre dans le monde, à moins que ne soient retenus des principes généraux inflexibles. C'est donc dans cette perspective que les hommes ont établi des principes et ont accepté de se retenir par des règles générales immuables par dépit et par faveur, ainsi que par des vues particulières d'intérêt privé ou public⁵²⁸. »

Smith, admirateur et ami de Hume, suit cette même réflexion dans *Théorie des sentiments moraux* :

« Nos observations continuelles sur la conduite des autres nous amène insensiblement à nous former certaines règles générales concernant ce qui est apte et qu'il convient de faire ou d'éviter. « ... » Le respect de ces règles générales de conduite est ce qu'on appelle à juste titre le sens du devoir, principe de la plus grande conséquence dans la vie humaine, et le seul

⁵²⁶ Dictionnaire de l'économie et des sciences sociales. (1993). Paris : Nathan.

⁵²⁷ Hayek, F. (1960). *The Constitution of Liberty*. Routledge & Kegan Paul

⁵²⁸ Hume, D. (1999). *Traité de la nature humaine*, livre 3. Flammarion. p. 140.

principe par lequel la majeure partie de l'humanité est capable de diriger ses actions. « ... » Sans ce regard sacré sur les règles générales, il n'y a pas d'homme dont la conduite dépende beaucoup. C'est ce qui constitue la différence la plus essentielle entre un homme de principe et d'honneur et un homme sans valeur. Celui-ci adhère en toutes occasions avec constance et fermeté à ses maximes, et conserve toute sa vie une conduite même. L'autre agit diversement et accidentellement... « ... » C'est de l'observance tolérable de ces devoirs (justice, vérité, chasteté, fidélité) que dépend l'existence même de la société humaine, qui s'effondrerait si l'humanité ne respectait pas ces règles importantes de conduite⁵²⁹. »

Le droit se révèle alors comme ce qu'un homme est légitimement en droit de faire, ou ce qu'un homme peut légalement faire. « Chaque règle juridique peut être considérée comme l'un des remparts ou des frontières érigées par la société afin que ses membres ne se heurtent pas les uns aux autres dans leurs actions⁵³⁰ ». Le droit positif complète alors le droit naturel de façon indissociable. Il semble relativement fonder de s'intéresser à la justice dans l'intention d'évaluer légitimement les actions des entreprises. Réellement, si les hommes concevaient de manière individuelle ce qui est juste et ce qui est injuste, alors le libéralisme, se révélerait impossible, tout comme la vie en société. Plus prosaïquement, et peut être plus philosophiquement, il est essentiel de revenir aux origines de la justice, dans l'intention de comprendre son essence. En recherchant le bonheur, Aristote parlait de la justice en ces termes : « La justice ainsi étendue est une vertu complète, non en soi, mais par rapport à autrui. Aussi souvent, la justice semble-t-elle la plus importante des vertus et plus admirable même que l'étoile du soir et que celle du matin. (...) Elle est une vertu absolument complète parce que sa pratique est celle de la vertu accomplie⁵³¹. »

En fait, pour comprendre la raison pour laquelle Aristote considère la justice comme la plus grande des vertus, il convient de saisir qu'il a lui-même compris que la justice n'est pas personnelle, mais englobe les relations humaines, donc les autres.

« Si le pire des hommes est celui qui montre de la perversité et envers lui-même et envers ses amis, le meilleur n'est pas celui qui pratique la vertu seulement par rapport à lui-même, mais

⁵²⁹ Smith, A. (2014). Théorie des sentiments moraux. Presses Universitaires de France. Traduit et annoté par Biziou, M., Gautier, C., Pradeau. Edition originale publiée en 1759.

⁵³⁰ Vinogradoff, P. (2010). Common Sense in Law. General Books.

⁵³¹ Aristote. (1965). Éthique de Nicomaque. Traduit par Voilquin, J. Paris : Garnier-Frères. p. 125.

celui qui l'observe envers autrui ; car c'est là le difficile. Cette justice ainsi entendue n'est pas une vertu partielle, mais une vertu complète. »

D'autre part, il est possible de comprendre que la vision impartiale, nécessaire à l'utilitarisme coopératif, n'est autre que celle du juge et de la justice. « Dans la personne du juge, on cherche un tiers impartial et quelques-uns appellent les juges des arbitres ou des médiateurs, voulant signifier par-là que, quand on aura trouvé l'homme du juste milieu, on parviendra à obtenir la justice⁵³² ». C'est-à-dire que l'œil impartial du juge, permet la justice, donc le bonheur. En traitant du pouvoir judiciaire en Amérique, Tocqueville évoque, de la même façon qu'Aristote, le rôle essentiel d'un arbitre impartial : « Le premier caractère de la puissance judiciaire chez tous les peuples, est de servir d'arbitre⁵³³ ». Pour en revenir au sujet central de cette thèse, il faut comprendre que lorsque nous parlons d'investissement responsable, nous nous engageons sur un chemin polymorphe, sur lequel les règles de droit ne sont pas forcément, voire même rarement, mises en avant pour expliquer une évaluation environnementale, sociale, ou de gouvernance. Pourtant, seules les règles légales bénéficient d'une légitimité sociétale. Le premier critère d'une évaluation extra-financière doit donc reposer sur cette légitimité, pour éventuellement être complété par des normes oubliées par le droit contemporain. *In medio stat virtus*. C'est notamment ce que préconise la Commission de l'Union Européenne en déclarant : « Être socialement responsable signifie non seulement satisfaire pleinement aux obligations juridiques applicables mais aller au-delà et investir davantage dans le capital humain, l'environnement et les relations avec les parties prenantes⁵³⁴ ».

Cuzacq invite dans ce sens à procéder à une analyse extra-financière en prenant en compte les normes juridiques, dans l'ambition d'éviter ce qu'il signale comme un « effet d'optique préjudiciable⁵³⁵ ». Effectivement, en considérant une analyse extra-financière par la vision unique des politiques RSE des sociétés, on oublie que certains critères sont simplement d'ordre juridique. Ce qui peut être promu comme un comportement vertueux d'une entreprise, peut n'être finalement qu'une obligation légale. Cuzacq fait également remarquer que ce type d'analyse est utile afin d'éviter l'écoblanchiment (*greenwashing*) de quelques entreprises par

⁵³² Aristote. (1965). *Éthique de Nicomaque*. Traduit par Voilquin, J. Paris : Garnier-Frères. p. 131.

⁵³³ Tocqueville. (2008). *De la démocratie en Amérique*. Paris: Flammarion. p. 142.

⁵³⁴ Commission européenne. (2001). *Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises: Livre vert*. Bruxelles : COM(2001)366/F1.

⁵³⁵ Cuzacq, N. (2013). *Le cadre normatif de la RSE, entre soft law et hard law*. Source : sur <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00881860/document>

le biais de la valorisation de certains engagements, alors qu'en outre, elles ne respectent pas les obligations légales.

L'anicroche est que les entreprises cotées en bourse sont pour la plupart des sociétés transnationales, déployant leurs activités sur différents pays, différents continents. Bien que régies pour la majorité par les droits nationaux, une difficulté émerge avec leurs activités internationales. Il convient tout de même de constater que le cadrage réglementaire évolue dans ce sens. La multiplication des textes continentaux et internationaux étend progressivement le cadre de responsabilité des entreprises. La figure 46 montre cette évolution au niveau international.

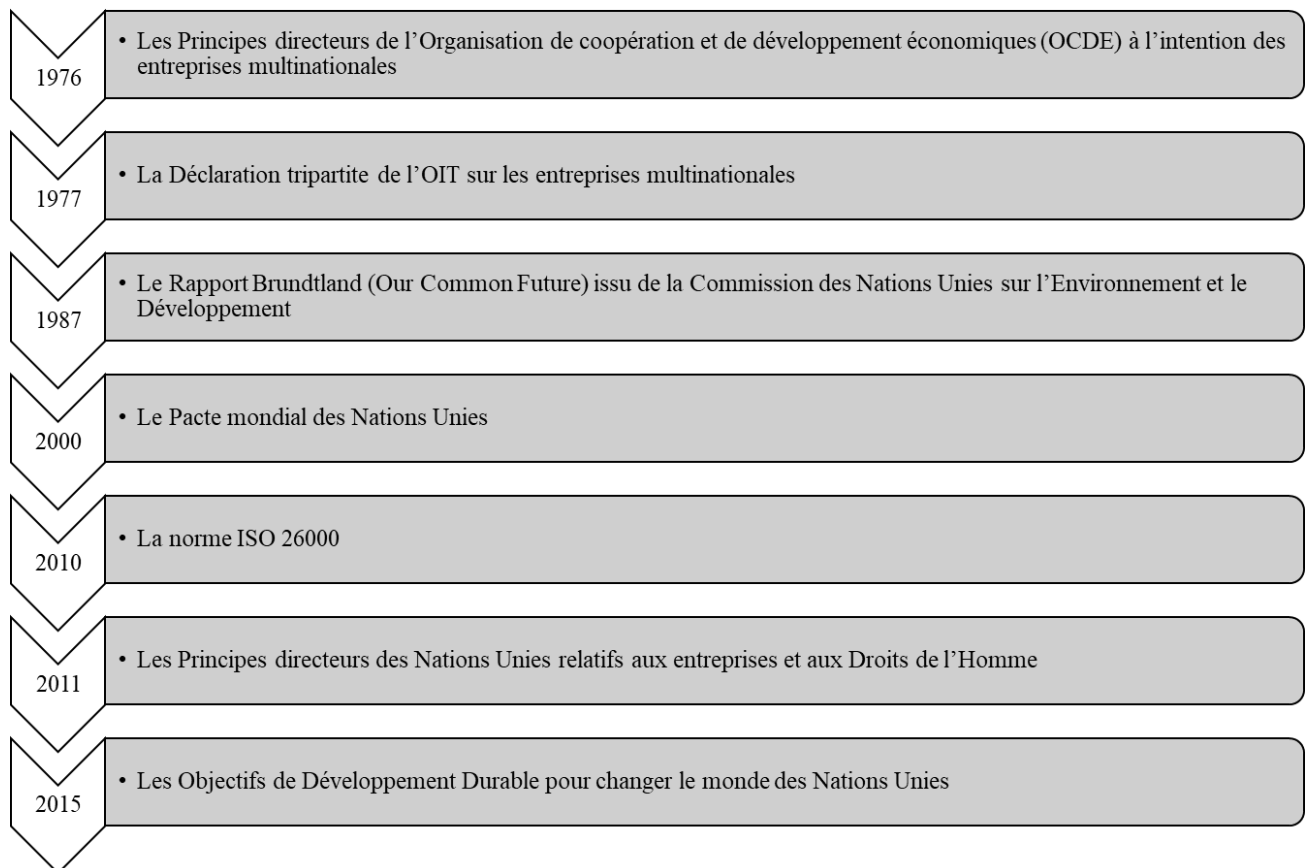


Figure 46 : Evolution réglementaire de la RSE dans le monde (élaboration propre)

§ 2 Le principe de responsabilité climatique

« Nous n'héritons pas de la Terre de nos parents, nous l'empruntons à nos enfants »

Une récente étude publiée dans *The Lancet Planetary Health* indique que 59% des jeunes âgés de 16 à 25 ans sont « très » ou « extrêmement inquiets » du changement climatique⁵³⁶. Pourtant, Caby, Ziane et Lamarque⁵³⁷ soulignent que l'industrie financière est en retard dans les initiatives de lutte contre le changement climatique. Au regard des 20 000 publications scientifiques en lien avec le changement climatique par an⁵³⁸, il apparaît essentiel de suivre les préconisations d'une instance traitant et synthétisant ces publications. Le GIEC ayant cette fonction, prendre en compte ses différents rapports s'avère être la solution la plus raisonnable et logique. Le choix de porter une attention accrue aux critères influençant les changements climatiques dans le cadre d'une évaluation d'entreprise est dû à différentes observations. La première étant qu'il est difficile, si ce n'est impossible, d'évaluer un portefeuille d'investissement en lien avec les 17 objectifs pour sauver le monde, proposés par les Nations-Unies (figure 47)⁵³⁹.

⁵³⁶ Hickman, C., Marks, E., Pihkala, P., Clayton, S., Lewandowski, E., Mayall, E., Wray, B., Mellor, C., van Susteren, L. (2021). Young People's Voices on Climate Anxiety, Government Betrayal and Moral Injury : A Global Phenomenon. *The Lancet Planetary Health*.

⁵³⁷ Caby, J., Ziane, Y., & Lamarque, E. (2020). The Determinants of Voluntary Climate Change Disclosure Commitment and Quality in the Banking Industry. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 161.

⁵³⁸ Masson-Delmotte, V., Seneviratne, S., & Séférian, R. (2019). Rencontre avec les scientifiques du GIEC. Toulouse.

⁵³⁹ Nations-Unies. (2019). Objectifs de développement durable, 17 objectifs pour sauver le monde. Source : [www.un.org: https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/](https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/)

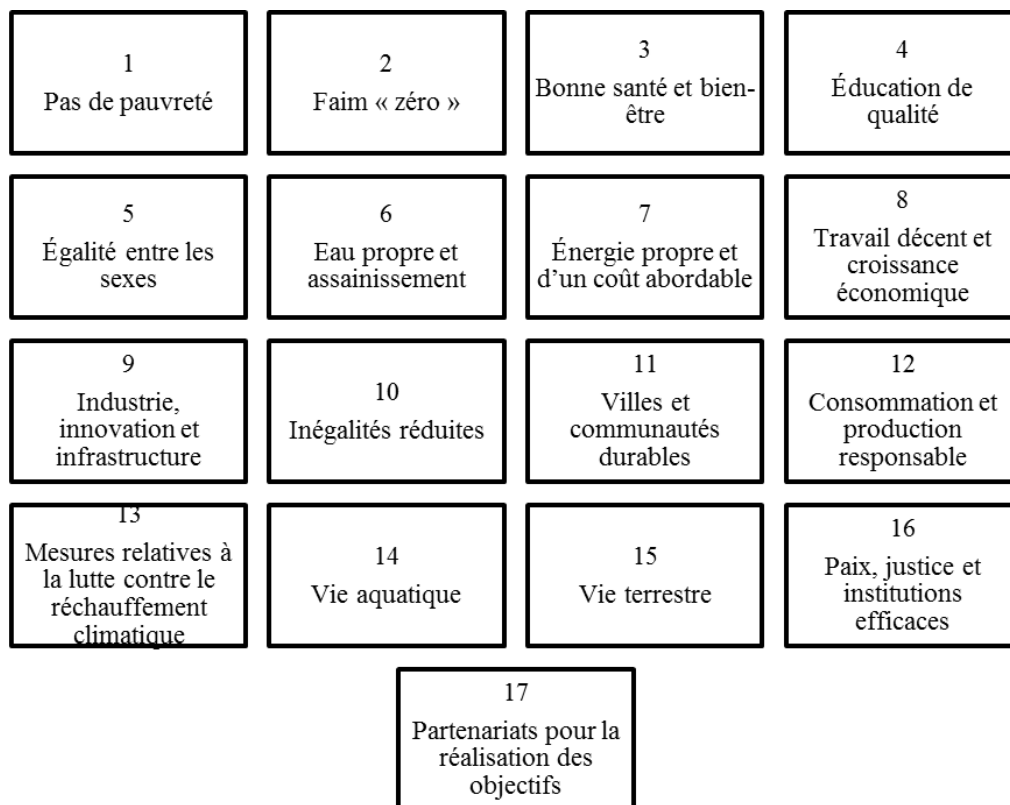


Figure 47 : 17 objectifs pour sauver le monde

Il serait arbitraire et hasardeux de juger une entreprise sur l'ensemble de ces objectifs. Comment évaluer la responsabilité d'une société comme Guillemot Corporation ou encore Klépierre sur des critères liés à la vie aquatique (ODD 14), à la qualité de l'éducation (ODD 4), à la faim dans le monde (ODD 2). Dans le dessein d'être utile et logique, il paraît plus crédible et intelligible de juger les entreprises en fonction de leurs responsabilités face aux changements climatiques. Masson-Delmotte a par ailleurs notifié que les critères du changement climatique sont bien souvent connexes avec l'ensemble des ODD proposés par les Nations-Unies⁵⁴⁰. La principale solution avancée par le GIEC, dans l'aspiration à lutter contre le dérèglement climatique, lui-même influençant la plupart des ODD, est la réduction des émissions de gaz à effet de serre⁵⁴¹. Notamment le dioxyde de carbone qui est le gaz ayant l'influence la plus éminente sur l'évolution du climat⁵⁴².

⁵⁴⁰ Masson-Delmotte, V., Seneviratne, S., & Séférian, R. (2019). Rencontre avec les scientifiques du GIEC. Toulouse.

⁵⁴¹ IPCC Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat. (2019). Climate Change and Land. Source : www.ipcc.ch; <https://www.ipcc.ch/report/srccl/>

⁵⁴² Masson-Delmotte, V. (2019). Rencontre avec Valérie Masson-Delmotte, co-présidente du groupe n°1 du GIEC. Source : edu.univ-grenoble-alpes.fr; <https://edu.univ-grenoble-alpes.fr/campus/culture-et-patrimoine->

Pour synthétiser, les conséquences du déséquilibre du bilan d'énergie sur terre sont multiples et éparpillées : augmentation de la chaleur des océans, baisse du niveau des calottes glaciaires et de la banquise, augmentation du niveau des océans, submersions marines, température d'air plus élevée, augmentation des pluies extrêmes, augmentation des crues et des sécheresses *et cetera desunt*. L'évaluation de la responsabilité d'une entreprise dans le cadre environnemental doit donc être principalement tournée vers l'analyse du bilan carbone de celle-ci et ou de sa trajectoire d'émissions. Jancovici va dans ce sens en expliquant même qu'en plus d'être utile pour la compréhension de la responsabilité de l'entreprise face aux changements climatiques, le bilan carbone est en rapport avec la responsabilité de l'entreprise face à l'épuisement des ressources⁵⁴³.

Jancovici insère dans cette réflexion une difficulté liée à ce type d'évaluation. On ne peut pas réellement mesurer les impacts précis liés à tel ou tel bilan carbone, on ne peut que mesurer les métriques, c'est-à-dire la quantité des émissions de gaz à effet de serre. Malgré cet inconvénient, et au regard des différents rapports du GIEC (dont le dernier datant de août 2021), la prise en compte du bilan carbone, ou plus précisément du bilan d'émissions de gaz à effet de serre, définit comme l'« évaluation du volume total de GES émis dans l'atmosphère sur une année par les activités de la personne morale (PM) sur le territoire national, et exprimé en équivalent tonnes de dioxyde de carbone »⁵⁴⁴, reste la méthodologie la plus utile dans l'objectif de répondre aux menaces diverses à venir. La réglementation française, avec le décret n°2011-829 de la loi Grenelle II, impose une méthode aux organisations de plus de 500 salariés⁵⁴⁵. Le champ réglementaire européen lié aux publications extra-financières évolue constamment vers plus de transparence. L'accès aux données tend alors à être de plus en plus simple.

En réalité, le pilier environnemental de l'ESG n'est pas un pilier en vase clos comme le représente couramment les agences de notation extra-financière. En effet, le rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5°C montre clairement les conséquences sociales et sociétales des changements climatiques.⁵⁴⁶ Tout d'abord, la forte

scientifique/les-conferences/les-conferences-d-exception/rencontre-avec-valerie-masson-delmotte-co-presidente-du-groupe-n-1-du-giec-812511.htm

⁵⁴³ Jancovici, J.-M. (2019). Cours : La comptabilité carbone. Mines ParisTech.

⁵⁴⁴ Ministère de l'Environnement, de l'Énergie et de la Mer. (2016). Méthode pour la réalisation des bilans d'émissions de gaz à effet de serre, conformément à l'article L. 229-25 du code de l'environnement.

⁵⁴⁵ Ademe. (s.d.). Méthodes de calcul d'un bilan. Source : <http://www.bilans-ges.ademe.fr: http://www.bilansges.ademe.fr/fr/accueil/contenu/index/page/m%25C3%25A9thodes%2Bde%2Bcalcul/siGras/0>

⁵⁴⁶ Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat. (2019). Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1.5°C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre.

disparité du réchauffement climatique aura pour conséquence l'augmentation d'intensité et de fréquence des épisodes de sécheresse dans certaines régions, (figure 48) tandis que d'autres régions subiront une augmentation d'intensité et de fréquence des épisodes de précipitations (figure 49).

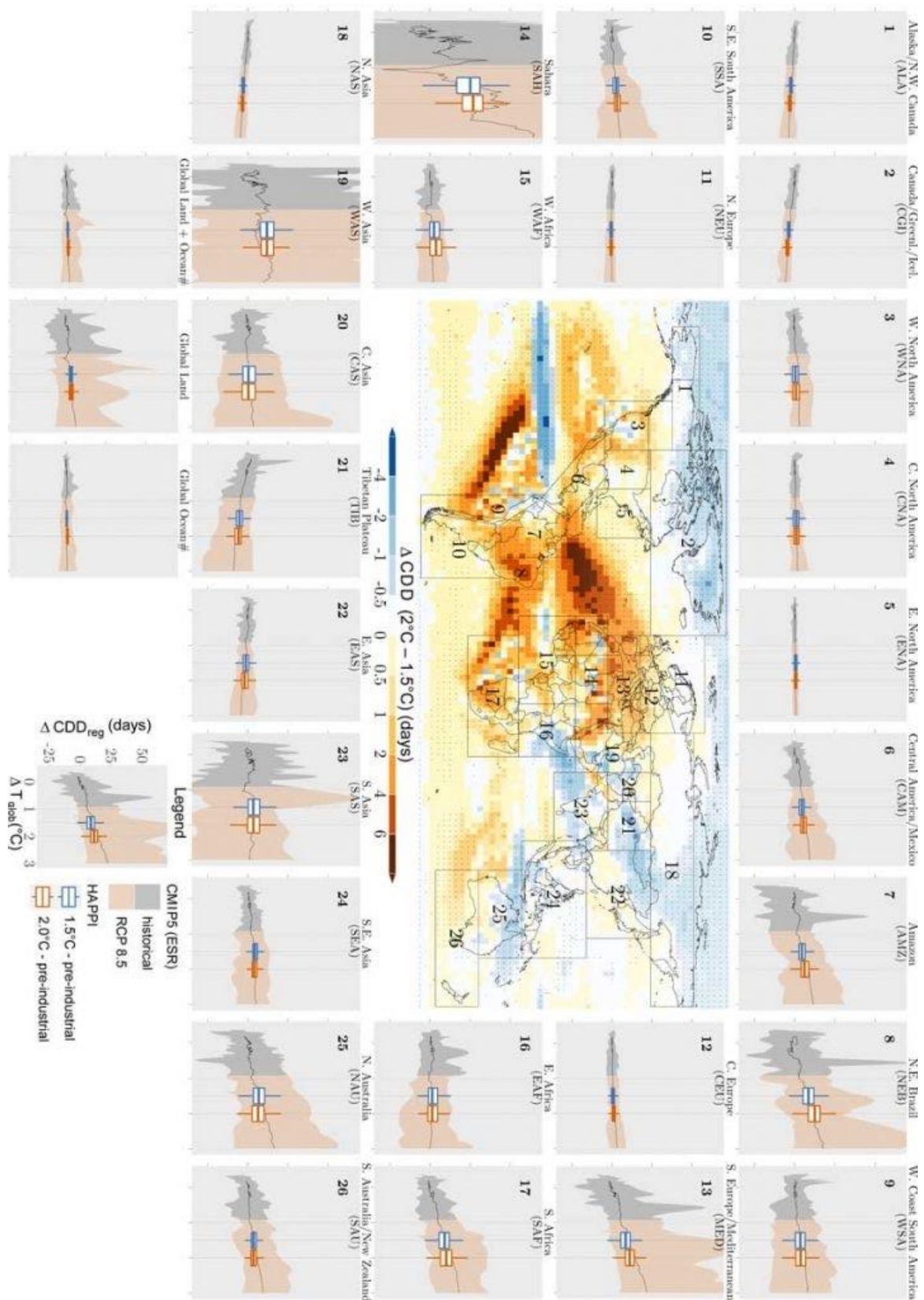


Figure 48 : Changements projetés des jours de sécheresse consécutifs en fonction du réchauffement climatique⁵⁴⁷

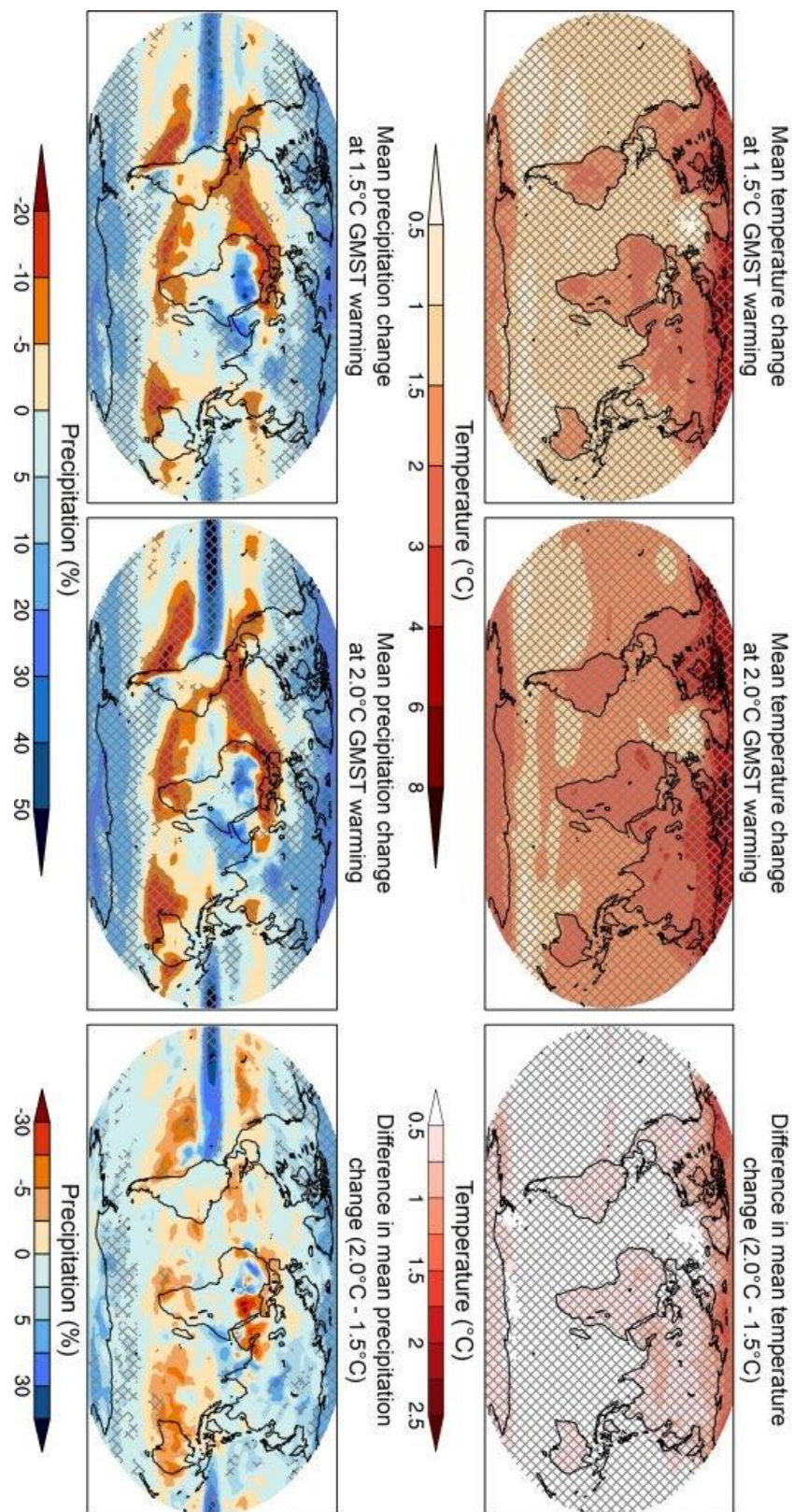


Figure 49 : Changements prévus de la température moyenne (en haut) et des précipitations moyennes (en bas) à 1,5 °C (à gauche) et à 2 °C (au milieu) du

⁵⁴⁷ <https://www.ipcc.ch/sr15/graphics/>

réchauffement climatique par rapport à la période préindustrielle (1861–1880), et la différence entre 1,5 ° C⁵⁴⁸

Plus globalement :

« Il serait possible d'éviter un plus grand nombre d'impacts du changement climatique sur le développement durable, l'éradication de la pauvreté et la réduction des inégalités si le réchauffement planétaire était limité à 1,5°C plutôt qu'à 2°C (...) Les impacts du changement climatique et les réponses qui sont apportées sont étroitement liées au développement durable, qui concilie bien-être social, prospérité économique et protection de l'environnement. »

En outre, le rapport spécial sur l'océan et la cryosphère dans un climat en évolution met en lumière certains points importants⁵⁴⁹. Ce rapport explique que les calottes polaires et les glaciers pourraient faire monter le niveau des océans de 1,1 mètre d'ici la fin du siècle. Conjugué aux différentes tempêtes, un milliard quatre cents millions de personnes seraient potentiellement affectées. Plus généralement, « Toutes les personnes sur Terre dépendent directement ou indirectement de l'océan et de la cryosphère. » Nous pouvons également faire le lien entre les ODD et les émissions de gaz à effet de serre :

« La réalisation des objectifs de développement durable (ODD) des Nations Unies et la définition de voies de développement résilient au climat dépendent en partie d'efforts d'atténuation ambitieux et soutenus pour contenir la SLR (Sea Level Change), associés à des mesures d'adaptation efficaces pour réduire les impacts et les risques liés à la SLR ».

Une récente étude publiée dans *Nature Climate Change* indique que si les émissions de gaz carboniques poursuivent leur croissance au taux actuel, 74% de la population mondiale fera face à des vagues de chaleur meurtrières d'ici 2100 (figure 50)⁵⁵⁰.

⁵⁴⁸ https://www.ipcc.ch/sr15/graphics/#cid_541

⁵⁴⁹ Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat. (2019). Rapport spécial sur l'océan et la cryosphère dans un climat en évolution.

⁵⁵⁰ Mora, C., Doucet, B., Caldwell, I., & al. (2017). Global Risk of Deadly Heat. *Nature Climate Change*, vol. 7, pp. 501-506.

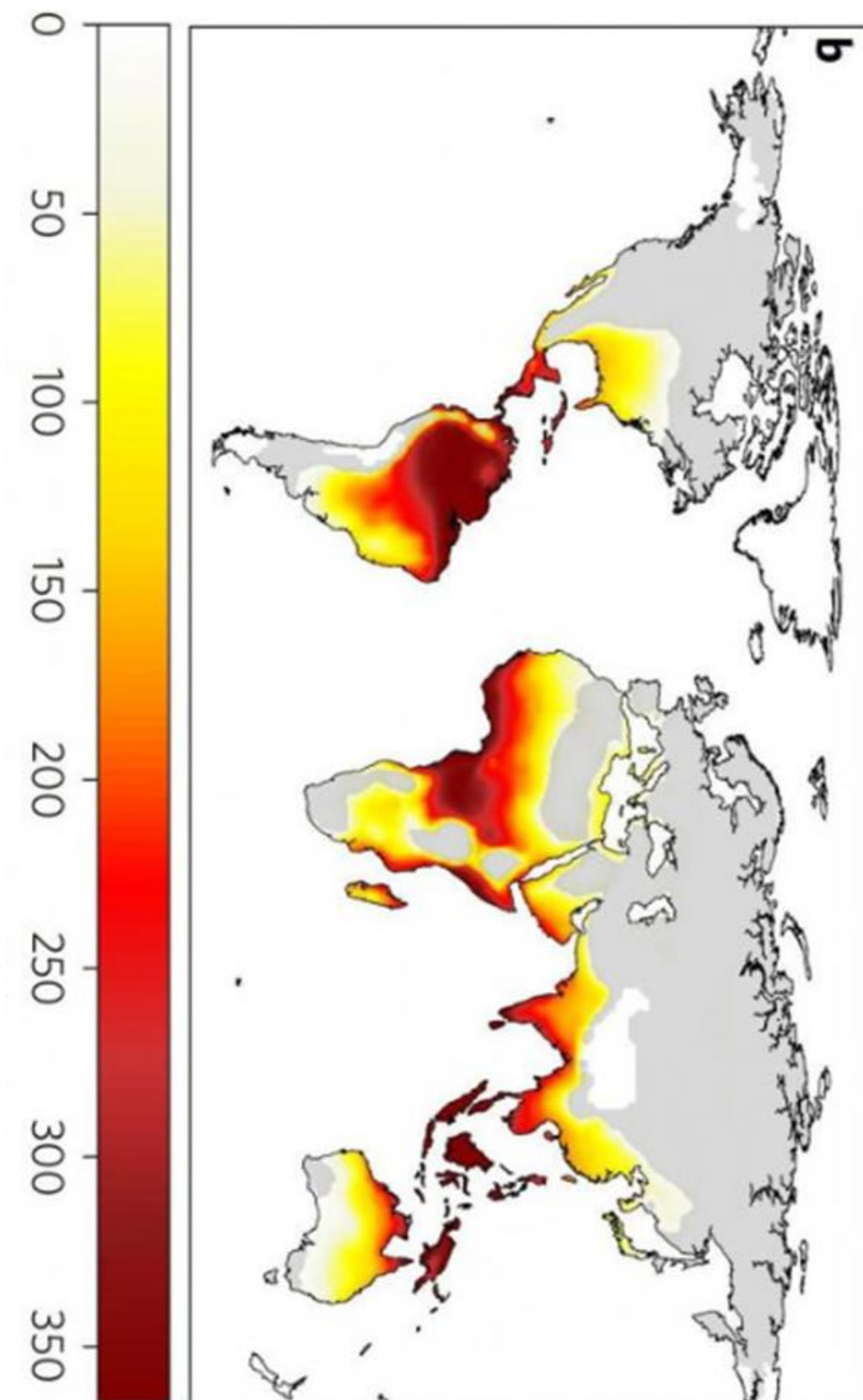


Figure 50 : Projection du nombre de jours par an au-dessus du seuil létal pour l'homme en 2100⁵⁵¹

⁵⁵¹ *Ibidem.*

Véritablement, la première responsabilité extra-financière pour un investisseur, après l'évitement de la spéculation et le respect des règles légales, est l'abaissement des émissions de gaz à effet de serre de son portefeuille. Ce simple critère affecte l'ensemble des ODD. C'est notamment par cet instrument qu'il est réellement possible de déduire si un portefeuille est responsable et durable. L'enjeu est majeur mais semble négligé par une large partie de l'humanité, comme l'expose la figure 51 montrant l'évolution des émissions mondiales de CO₂.

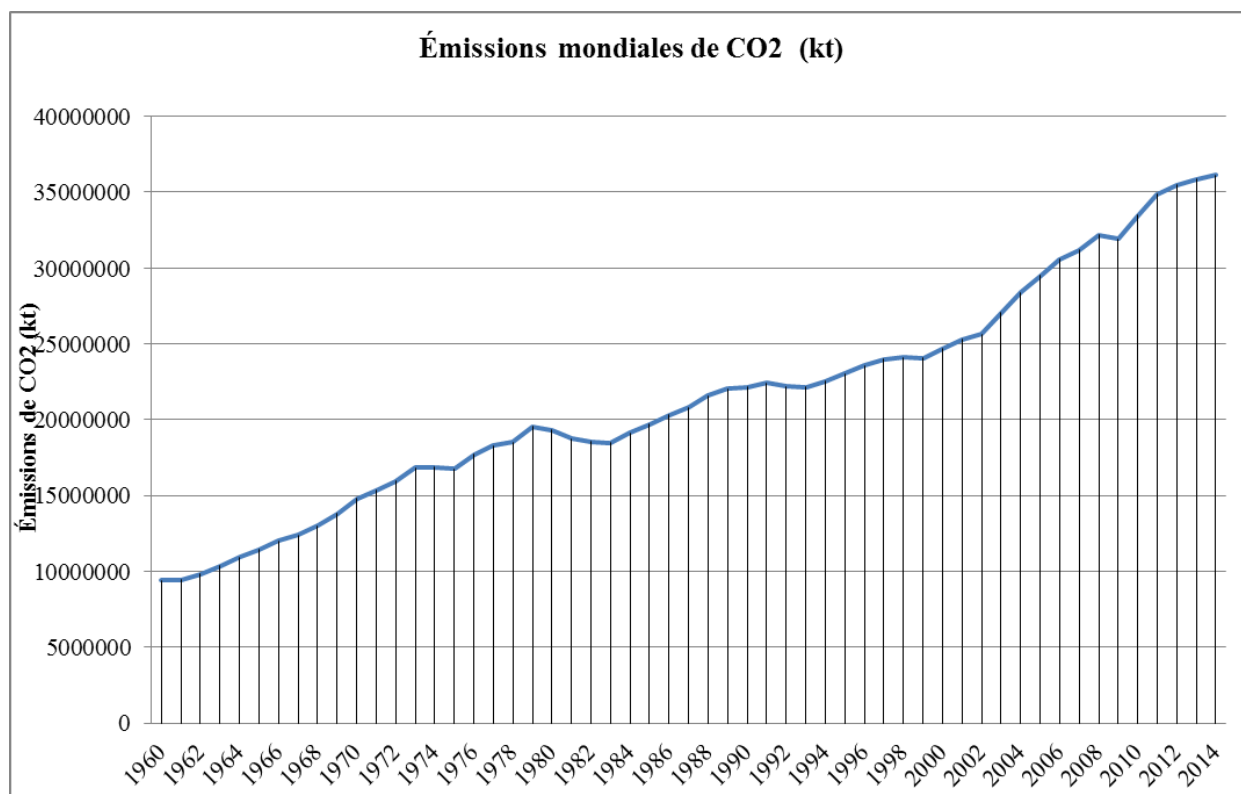


Figure 51 : Émissions mondiales de CO₂ (kt)⁵⁵²

La dimension climatique des entreprises peut par ailleurs s'observer au regard de la qualité de leur gouvernance. En effet, la gouvernance d'entreprise est un facteur majeur permettant aux organisations d'inclure ou non une politique RSE transparente et forte.

⁵⁵² Données issues de la Banque Mondiale (Centre d'analyse des informations relatives au dioxyde de carbone, division des sciences de l'environnement, Oak Ridge National Laboratory, Tennessee, États-Unis.) Les émissions de dioxyde de carbone sont celles qui émanent lors de la combustion de combustibles fossiles et de la fabrication de ciment. Elles comprennent les émissions de dioxyde de carbone produites lors de la consommation de combustibles solides, liquides et gazeux et de torchage.

§ 3 La création de valeur économique et sociétale

La responsabilité la plus directe d'une entreprise est de respecter ses salariés, ses actionnaires, ses dirigeants. La gouvernance d'entreprise a pour mission d'assurer la conduite pérenne de l'entreprise. Cependant, la croissance des entreprises (devenues de véritables mastodontes) amène un certain changement dans la gouvernance des affaires du monde. Auparavant, les entreprises étaient de tailles plus restreintes et étaient gérées par leurs propriétaires. Nonobstant, le capitalisme a conduit de véritables succès économiques amenant les sociétés à disposer d'une répartition de la propriété plus éparse. Cette évolution a introduit la théorie de l'agence. Les travaux de Jensen et Meckling⁵⁵³ soulignent ainsi qu'il existe des divergences entre les actionnaires et les dirigeants. C'est dans l'optique de comprendre la répartition du capital des grandes sociétés de leur époque, que Berle et Means ont trouvé que ce capital était désormais réparti entre des millions de citoyens⁵⁵⁴. Burnham montre alors une évolution faisant changer le mode de gouvernance des entreprises, passant d'un capitalisme de propriétaires à un capitalisme de gestionnaires, dans lequel la bonne conduite des affaires est laissée aux mains de gérants et n'est plus « maîtrisée » par les propriétaires⁵⁵⁵. Galbraith va encore plus loin en notifiant que ce changement marque un éloignement du libéralisme originel⁵⁵⁶, source de progrès et d'équité dans nos sociétés. De façon plus contemporaine, Charreaux explique que la place de la gouvernance s'est accrue avec les scandales de la crise internet (Enron, Worldcom...) et avec la crise des *Subprimes*⁵⁵⁷.

Ces considérations conduisent aux travaux de Say. Dans l'intention de s'assurer du bon fonctionnement de la société, il est nécessaire de s'assurer que l'entrepreneur, le salarié, et l'actionnaire, soient respectés équitablement. Le meilleur moyen de favoriser cela est de pérenniser l'entreprise. C'est ici que l'importance d'une gouvernance transparente et compétente émerge. La gouvernance se situe au cœur du libéralisme. En restant dans la même ambition de préservation du libéralisme originel, Mises met en avant le fait que la corruption

⁵⁵³ Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

⁵⁵⁴ Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.

⁵⁵⁵ Burnham, J. (1951). *L'ère des organisateurs*. Paris : Calmann-Lévy.

⁵⁵⁶ Galbraith, J. (1969). *Le nouvel État industriel*. Paris : Gallimard.

⁵⁵⁷ Charreaux, G. (2012). Le gouvernement d'entreprise. In J. Allouche, *Encyclopédie des Ressources Humaines* (p. 725-732). Magnard-Vuibert.

ou encore la mise en place de monopole est synonyme de protectionnisme et donc d'antilibéralisme⁵⁵⁸.

Dans la finalité de préserver le véritable libéralisme, utile à la création de valeurs pour la majorité des citoyens, il a fallu déterminer des critères permettant de juger la qualité de la gouvernance des entreprises. Le rapport remis par Breeden⁵⁵⁹ à la SEC⁵⁶⁰ traitant de la gouvernance d'entreprise est alors apparu comme une évidence. L'utilité des recommandations attrayantes à la formation d'une gouvernance d'entreprise de qualité proposée par Breeden paraît limpide. Ce rapport contient 78 recommandations liées au conseil d'administration, à la direction et à la présidence du conseil, à la rémunération du conseil, à la rémunération des dirigeants, mais également à l'existence de différents comités ; comité de vérification, comité de gouvernance, comité de rémunération, comité de gestion des risques, mais également en lien avec les problèmes généraux de l'entreprise. Parmi ces recommandations, certaines étaient fondamentalement liées au cas de l'entreprise Worldcom, cible principale de ce rapport. Dès le départ, Breeden montre la cohérence de ce rapport en disant que « Pour rechercher l'excellence en matière de gouvernance, il est essentiel d'établir et de maintenir le meilleur équilibre possible entre les intérêts légitimes de la direction, du conseil d'administration, des actionnaires, et des autres parties prenantes, y compris les employés ». Ce rapport fait suite aux scandales de mauvaise gouvernance intervenus lors de la bulle internet. Pour en mesurer les enjeux, il convient de retracer l'histoire récente de la gouvernance d'entreprise. En effet, depuis les travaux fondateurs de Berle et Means en 1932, la gouvernance d'entreprise est au cœur de nombreuses études. En réalité, c'est principalement depuis 1992 avec le Cadbury que les codes de « bonnes pratiques » se sont développés (figure 52).

⁵⁵⁸ von Mises, L. (1927). Le libéralisme. Traduit par de Quengo, H. (2006). Institut Charles Coquelin.

⁵⁵⁹ Breeden, R. (2003). Restoring Trust : Report to The Hon. Jed S. Rakoff, The United States District Court, For the Southern District of New York, on Corporate Governance For The Future of MCI, Inc. Securities and Exchange Commission.

⁵⁶⁰ SEC : la US Securities and Exchange Commission est l'organisme de réglementation et de contrôle des marchés financiers sous la juridiction du gouvernement fédéral des États-Unis.

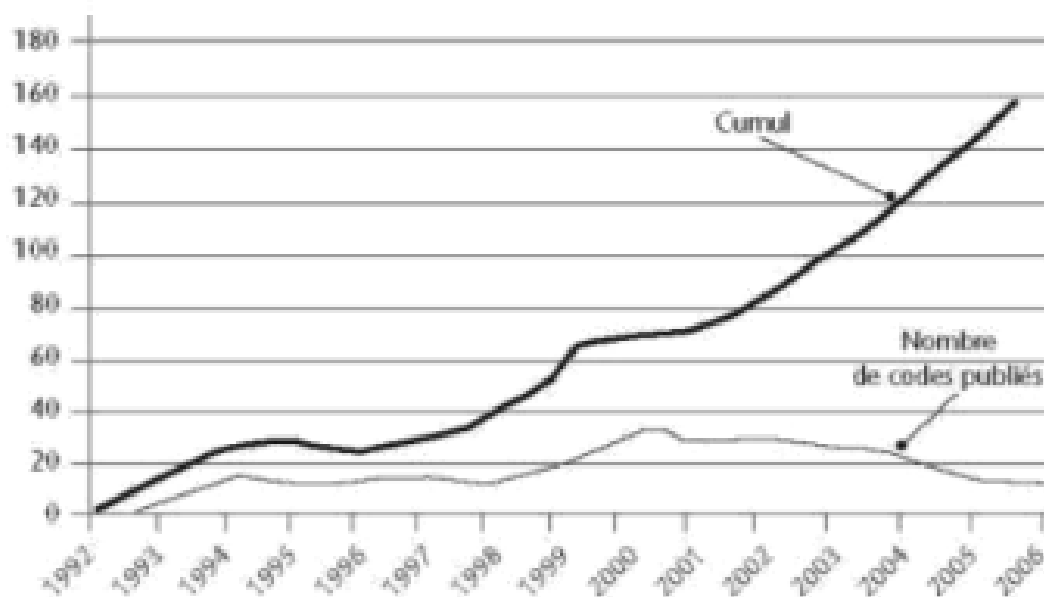


Figure 52 : La multiplication des codes de « meilleures pratiques » de gouvernance à travers le monde⁵⁶¹

Cependant, il ne convient pas uniquement d'estimer, de spéculer, sur ce qu'est une bonne gouvernance. Il convient de vérifier si les critères avancés (notamment par la plupart des codes de gouvernance) sont la source de résultats positifs (conséquentialisme). Juger de la qualité d'une gouvernance d'entreprise en omettant les résultats de celle-ci serait tout bonnement inutile, hormis pour la communication. Comme se le demande Boudou, « Nous passons notre temps à émettre des jugements de valeur et nous les émettons parce que nous y croyons. Mais pourquoi y croyons-nous ?⁵⁶² ». Wirtz explique dans son ouvrage (pouvant être considéré comme une méta-analyse) *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, qu'« en réalité, l'adoption des meilleures pratiques n'entraîne pas forcément une meilleure performance ». Wirtz cite notamment l'article de Bhagat et Black *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*⁵⁶³ pour mettre en évidence que l'indépendance des conseils d'administration (CA) n'entraîne pas de résultats significatifs. En fait, en utilisant plusieurs mesures de la performance à long terme, nous observons deux résultats contredisant nos préjugés : les CA étant composés majoritairement de membres indépendants obtiennent des performances relativement médiocres ; concernant les autres CA,

⁵⁶¹ Wirtz, P. (2019). *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise. La découverte.*

⁵⁶² Boudon, R. (1999). *Le sens des valeurs.* Presses Universitaires de France.

⁵⁶³ Bhagat, S., & Black, B. (1999). *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance.* *The Business Lawyer*, vol. 54, n° 3, pp. 921-963.

la corrélation entre indépendance et performance est non significative. Wirtz évoque Becht et al.⁵⁶⁴ dans le dessein de mettre en lumière le décalage entre efficacité supposée et efficacité avérée. Les auteurs notent un « décalage frappant entre les croyances solidement ancrées des hommes d'affaires et la recherche académique ». Black avait déjà conclu cela en disant que « les efforts pour trouver une corrélation entre les attributs de gouvernance d'une entreprise et sa valeur donnent généralement des résultats faibles ou inexistants⁵⁶⁵ ».

Wirtz exprime le fait que la qualité de la gouvernance d'entreprise serait sans doute à chercher vers les critères qualitatifs et non vers les « bonnes pratiques » présentées par les différents codes de gouvernance. Cela suppose d'avoir la capacité de juger ou de jauger une vision stratégique, une expérience, des connaissances et des compétences. Lors d'une formation SFAF⁵⁶⁶, Mathet a exprimé qu'un bon administrateur doit essentiellement posséder une indépendance d'esprit, une aptitude au terrain et du courage. Ces préconisations montrent une fois de plus les limites de l'analyse extra-financière majoritairement quantitative.

Une autre piste permettant de bénéficier d'une bonne performance à long terme peut être recherchée vers les entreprises familiales. Bien que la définition précise de ce qu'est une entreprise familiale ne fasse pas consensus, il convient en premier lieu de faire la distinction entre entreprise patrimoniale, c'est-à-dire détenue (au moins en partie) par son dirigeant, et entreprise familiale, dont les dirigeants sont unis par des liens de parenté avec le fondateur de l'entreprise. Gattaz définit une entreprise patrimoniale comme celle dont « les dirigeants effectifs possèdent une part significative du capital⁵⁶⁷ ». Dans l'hypothèse où les dirigeants possèdent une part significative du capital, les intérêts de la direction sont en concordance avec le désir de pérennité de l'entreprise. Les études évoquées dans le premier chapitre servent d'appui à cette hypothèse⁵⁶⁸. Les travaux de Jensen et Meckling⁵⁶⁹ montrent également cet avantage pour l'entreprise en proposant une théorie, la théorie de l'agence, selon laquelle il existe des divergences entre propriétaires et dirigeants au sein des entreprises managériales,

⁵⁶⁴ Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2005). Corporate Governance and Control. ECSI Working Paper Series in Finance.

⁵⁶⁵ Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, vol. 2, pp. 89-108.

⁵⁶⁶ Mathet, H. (2020). La Gouvernance ou ce qui fait la différence sur le long terme. Société française des analystes financiers.

⁵⁶⁷ Gattaz, Y. (2001). Atouts et handicaps des entreprises patrimoniales. Université Paris IX Dauphine : Leçon inaugurale du DESS Droit du patrimoine professionnel.

⁵⁶⁸ Ecorcheville, A. (2021). Les entreprises familiales ont (presque toutes) la cote. Source : [investir.lesechos.fr : https://investir.lesechos.fr/actions/actualites/les-entreprises-familiales-ont-presque-toutes-la-cote-810877.php](https://investir.lesechos.fr/actions/actualites/les-entreprises-familiales-ont-presque-toutes-la-cote-810877.php)

⁵⁶⁹ Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

entraînant des coûts pour l'entreprise. Théorie soulignée par l'article *The Role of Family Ties in Agency Contracts*⁵⁷⁰ et *Founding Family Ownership and the Cost of Debt*⁵⁷¹, déclarant que la théorie de l'agence est atténuée par la volonté de transmission de l'entreprise par les actionnaires, mais aussi par le partage de valeurs allant au-delà de la valeur économique. En ce sens, Hirigoyen⁵⁷² souligne que les entreprises familiales possèdent une gestion orientée sur le long terme, motivée par le contrôle de la valorisation dans un dessein de transmission du patrimoine familial, et non une gestion centrée sur la maximisation du profit à court terme. En outre, une large partie de la littérature indique que l'horizon d'investissement long des entreprises familiales encourage l'intégration de critères sociétaux. Lyman⁵⁷³ évoque le fait que les entreprises familiales ont une meilleure politique sociale et environnementale ainsi qu'un plus grand respect des traditions. Campopiano et De Massis⁵⁷⁴ ou encore Gillet-Monjarret et Lafont⁵⁷⁵ montrent ainsi que les entreprises familiales communiquent plus sur la thématique environnementale et qu'elles y sont plus sensibles. Toutefois, Hirigoyen et Poulain-Rehm⁵⁷⁶ nuancent ces observations en soulignant que sur un échantillon composé d'entreprises cotées et de grande taille, les entreprises familiales ne se caractérisent pas par une responsabilité sociale supérieure aux autres. Les auteurs indiquent qu'une explication possible à ces résultats peut tenir au fait que les exigences de compétitivité et de gouvernance sont proches quelle que soit leur structure d'actionnariat ou la nature de leur direction. Finalement, la littérature académique concernant la responsabilité sociale des entreprises familiales ne bénéficie pas de consensus clair. Il est cependant possible de considérer qu'un consensus académique existe au sujet de la vision plus long terme des entreprises familiales par rapport aux entreprises non familiales.

⁵⁷⁰ Gomez-Mejia, L., Nunez-Nickel, L., & Gutierrez, L. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal*, vol. 44, pp. 81-95.

⁵⁷¹ Anderson, L., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding Family Ownership and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, n° 2, pp. 263-285.

⁵⁷² Hirigoyen, G. (2009). Concilier finance et management dans les entreprises familiales. *Revue Française de Gestion*, n° 198-199, pp. 393-411.

⁵⁷³ Lyman, A. R. (1991). Customer Service : Does Family Ownership Make a Difference ? . *Family Business Review*, vol. 4, n° 3, pp. 303-323.

⁵⁷⁴ Campopiano, G., & De Massis, A. (2015). Corporate Social Responsibility Reporting : A Content Analysis in Family and Non-family Firms. *Journal of Business Ethics*, vol. 129, n° 3, pp. 511-534.

⁵⁷⁵ Gillet-Monjarret, C., & Lafont, A.-L. (2020). Analyse discursive des rapports RSE des entreprises familiales vs non familiales. *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 23, n° 1.

⁵⁷⁶ Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2018). Chapitre 13. La responsabilité sociétale des entreprises familiales : les leçons d'une approche comparative internationale. Dans : Jean-Marie Peretti éd., *Une vision des ressources humaines sans frontières : Mélanges en l'honneur de Jacques Igalens* (pp. 155-179).

Conclusion du chapitre

Cela fait maintenant plus de deux siècles que certains investisseurs cherchent à insérer à leurs investissements un aspect éthique. Si la première forme d'investissement responsable avait bel et bien pour ambition d'investir et de suivre ses propres valeurs éthiques, le champ de l'investissement responsable semble s'être tourné vers l'intégration de critères extra-financiers dans le but d'optimiser la performance financière. Ce changement de dessein a alors amené des modifications dans le processus extra-financier, passant de l'exclusion de certains secteurs d'activité et ou entreprises à l'analyse extra-financière ESG.

Le développement d'une stratégie de gestion de portefeuille responsable doit alors s'émanciper des modèles actuels de notation ne cherchant pas la responsabilité éthique mais la gestion des risques de réputation, d'image et ou le changement de business model, dans le but principal d'optimiser la performance financière. C'est d'ailleurs ce que laisse sous-entendre la SFAF dans la présentation de la certification ESG (CESGA) : « La clé d'entrée pour garantir la juste prise en compte des critères ESG dans l'évaluation des entreprises ». L'observation montre que les méthodologies d'analyses extra-financières sont actuellement tournées vers la gestion du risque financier ainsi que le respect de la réglementation galopante, et non l'éthique pour le respect des valeurs des investisseurs et ou de l'humanité en règle générale. En outre, les méthodologies contemporaines sont largement tournées sur la quantification et le positivisme, ce qu'une réflexion logique et philosophique remet en question. C'est alors sans surprise que de nombreuses études montrent que la corrélation des notations extra-financières des sociétés est difficilement décelable, ce qui signifie qu'une entreprise peut afficher une bonne notation extra-financière chez une ANEF et une mauvaise dans une autre. Les explications avancées sont multiples : subjectivité, évolutionnisme, quantité de critères, comparabilité, etc.

Le secteur de l'investissement responsable est en grande partie axé sur les méthodes des sciences naturelles pour l'analyse extra-financière. Ce chapitre a permis de montrer les limites actuelles de façon logico-déductive. Il a également permis de mener une réflexion sur les critères essentiels à prendre en compte pour exclure les entreprises les moins responsables. Ce chapitre aura fait ressortir au moins deux critères essentiels à tout investissement responsable : les émissions de CO2 et l'isonomie.

Chapitre 4 : Performance extra-financière des fonds ISR et impacts financiers d'un filtrage négatif sur une stratégie Value-Quality

La récente prise de conscience des acteurs du monde de la finance quant aux responsabilités de leurs activités ainsi que l'accroissement de la réglementation ont conduit à un fort développement des gestions utilisant les termes éthique, responsable, durable ou encore soutenable. La théorie financière classique ayant pour principal objectif d'optimiser le couple rendement / risque semble avoir évolué pour désormais mettre l'accent sur la responsabilité extra-financière des investissements choisis. L'impossibilité de définir universellement et précisément ce qu'est une gestion responsable a conduit au développement de différentes formes de gestion. Si l'exclusion est la forme la plus courante au niveau mondial, l'Europe et notamment la France intègrent d'une manière plus importante la forme ESG.

Le chapitre précédent nous a permis de mettre en avant certaines lacunes liées à cette méthode, permettant difficilement de présenter une matérialité ou même une réelle compréhension. En outre, cette méthodologie d'analyse extra-financière intègre un nombre relativement élevé de critères différents, qu'ils soient environnementaux, sociaux / sociétaux et de gouvernance. Un consensus indiquant que la corrélation des notations ESG est faible voire inexistante commence alors logiquement à émerger.

La performance extra-financière reste un sujet lacunaire et naturellement imprécis. Les objectifs peuvent être variés et dissemblables en fonction des acteurs et des investisseurs. Toutefois, la réflexion menée dans le chapitre précédent nous indique que deux piliers extra-financiers sont essentiels à une gestion dite responsable (la non-spéculation a déjà été traitée dans la première partie) :

- Le respect des règles légales, pilier fondamental de la vie en société.
- Les émissions de CO2, pilier central pour justifier la durabilité de notre monde tel que nous le connaissons.

Ce chapitre vise à examiner si les fonds ISR intégrant une méthodologie ESG arrivent à prendre pleinement en compte ces deux critères, puis à examiner empiriquement la performance financière d'une stratégie d'investissement financièrement responsable intégrant les deux piliers cités ci-avant. Ce chapitre est composé de deux sections distinctes, la première étudiant

la qualité extra-financière des fonds ISR et la seconde étudiant la performance de la stratégie de gestion préconisée.

Section 1 Analyse de la qualité de sélection extra-financière des fonds ISR : une comparaison entre fonds labellisés ISR et univers d'investissement

« Une seule réfutation présente plus d'importance pour le progrès de la connaissance qu'une multitude de confirmations⁵⁷⁷. »

La plupart des études concernant l'investissement responsable s'attachent à établir un lien entre ISR et performance financière. L'explication la plus plausible est que la recherche est orientée par les acteurs du secteur, ayant pour objectif principal la quête de surperformance financière et le respect de la réglementation en constante évolution. Le champ d'étude de la qualité extra-financière ou de la performance extra-financière des fonds ISR reste à ce stade largement lacunaire. Duuren, Plantinga et Scholten⁵⁷⁸ considèrent que l'attention académique semble être trop fortement tournée vers la performance financière et qu'il serait nécessaire de se tourner davantage sur un terrain conceptuel et théorique, ce que nous avons fait depuis le début de cette thèse, notamment dans le chapitre 3. Dans la théorie, un fonds d'investissement ISR doit par principe présenter une meilleure qualité extra-financière que son univers d'investissement. C'est ce que vise le Label ISR dans son pilier 3 en indiquant que les fonds candidats doivent au moins exclure 20% des sociétés les plus mal notées de l'univers investissable⁵⁷⁹. Notre visée est alors d'étudier la performance extra-financière factuelle des fonds se réclamant de l'investissement responsable. Une étude récemment publiée par Carbon Project Disclosure couvrant 16 500 fonds mondiaux et 27 000 milliards de dollars d'actifs fait apparaître que moins de 0,5% de ceux-ci sont compatibles avec les accords de Paris⁵⁸⁰. Babikian illustre un constat alarmant en indiquant :

« Malgré l'augmentation des engagements nets zéro du secteur financier et un « boom » ESG apparent, la vérité est que même pas 1 % des actifs des fonds sont actuellement alignés sur Paris. C'est comme une radiographie de l'industrie, exposant presque tous les actifs de la planète à être en décalage avec les objectifs climatiques. C'est une vérification urgente de la réalité des actions réelles et crédibles maintenant de la communauté financière pour intensifier l'engagement avec leurs portefeuilles et prendre des mesures décisives pour faire passer leurs portefeuilles sur une trajectoire de 1,5 ° C. »

⁵⁷⁷ Baudouin, J. (1989). Karl Popper. Paris : Presses Universitaires de France. p. 8.

⁵⁷⁸ van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, vol. 138, pp. 525-533.

⁵⁷⁹ Référentiel du label ISR V2, juillet 2020.

⁵⁸⁰ Carbon Disclosure Project. (2021). [www.cdp.net](https://www.cdp.net/en/articles/investor/under-1-of-27-trillion-global-fund-assets-are-paris-aligned). Source : Under 1% of \$27 trillion global fund assets are paris-aligned: <https://www.cdp.net/en/articles/investor/under-1-of-27-trillion-global-fund-assets-are-paris-aligned>

Cette constatation est étonnante puisque le dernier rapport de la Global Sustainable Investment Alliance indique des proportions d'encours durables importants (Europe = 41.6% ; USA = 33.2%)⁵⁸¹. Il semble alors exister une anicroche entre les performances extra-financières réelles et les étiquettes des fonds responsables. La comparaison de la qualité extra-financière des fonds ISR et de leur indice de référence doit permettre de juger la capacité des méthodologies de notation utilisées à écarter les entreprises les moins responsables ou les moins compatibles avec une approche durable. Les réflexions menées dans la section deux du chapitre trois « Analyse critique des méthodologies institutionnelles » ont fait ressortir des freins majeurs à l'analyse extra-financière contemporaine. Nous avons notamment fait apparaître le problème de la multiplicité des critères utilisés. Cet aspect a récemment été développé par Walter, qui conclut sa recherche *Sense and Nonsense in ESG Scoring* en indiquant que le domaine de l'ESG devrait réduire son champ d'analyse pour une meilleure signification, un meilleur étalonnage et une simplification de l'interprétation⁵⁸².

En effet, la surcharge d'informations est un élément clé causant de nombreux maux dans le monde contemporain. Lohr indique même que les pertes mondiales annuelles dues au phénomène de surcharge d'informations sont estimées à 650 milliards de dollars.⁵⁸³ Les chercheurs ont intensifié leurs études à ce sujet dans bien des domaines, tels que l'économie (Cukrowski et Baniak 1999⁵⁸⁴), la comptabilité (Oluwadare et Samy 2015⁵⁸⁵), le marketing (Anderson et Palma 2012⁵⁸⁶) ou encore les systèmes d'informations (Li et Sun 2014⁵⁸⁷). Toutefois, malgré ces nombreuses recherches, le lien entre analyse extra-financière et quantité / diversité d'informations ne semble pas encore avoir été exploré. Cette recherche vise dès lors à aider les analystes dans la création de leur méthodologie, par la constatation ou non du lien entre quantité de critères analysés et matérialité face aux objectifs visés. L'absence d'étude,

⁵⁸¹ Global Sustainable Investment Alliance. (2020). 2020 Global Sustainable Investment Review.

⁵⁸² Walter, I. (2020). Sense and Nonsense in ESG Scoring. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 5, n° 2, pp. 307-336.

⁵⁸³ Lohr, S. (2007). Is Information Overload a \$650 Billion Drag on the Economy? Source : <https://bits.blogs.nytimes.com/>: <https://bits.blogs.nytimes.com/2007/12/20/is-information-overload-a-650-billion-drag-on-the-economy>

⁵⁸⁴ Cukrowski, J., & Baniak, A. (1999). Organizational restructuring in response to changes in information-processing technology. *Review of Economic Design*, vol. 4, pp. 295-305.

⁵⁸⁵ Oluwadare, E., & Samy, M. (2015). The Relevance of Critical Accounting Theory (CAT) to Effectiveness of Public Financial Accountability in Emerging Economies. *Canadian Social Science*, vol. 11, n° 9, pp. 20-25.

⁵⁸⁶ Anderson, S., & Palma, A. (2012). Competition for attention in the Information (overload) Age. *The Rand Journal of Economics*, vol. 43, pp. 1-25.

⁵⁸⁷ Li, P., & Sun, Y. (2014). Modeling and Performance Analysis of Information Diffusion Under Information Overload in Facebook-like Social Networks. *International Journal of Communication Systems*, vol. 27, n° 9, pp. 1268-1288.

dans le domaine de l'analyse extra-financière, est un frein à la bonne construction des méthodologies de sélection d'entreprises responsables. Cette étude vise alors à combler tant que faire se peut ce manque.

Les agences de notation extra-financière ont développé une méthodologie d'analyse ESG par le moyen du plus grand nombre possible de critères, négligeant *ipso facto* de répondre à un objectif ou à des objectifs précis. Les réflexions menées jusqu'à présent dans cette thèse ont permis de faire émerger trois objectifs principaux pour répondre à l'ambition de développer une gestion de portefeuille responsable. Le premier est le respect des fondamentaux financiers, il n'est pas intégré à cette étude. Le deuxième est le simple respect de la morale universelle, c'est-à-dire la loi, et le troisième est de limiter sa part de responsabilité concernant les changements climatiques.

La complexité de notre présente étude réside dans le fait qu'il est difficile de déterminer la qualité de sélection. Il convient toutefois de préciser que selon nos réflexions, la qualité extra-financière dépend au moins de nos deux objectifs visés (ne pas être un acteur majeur du changement climatique, respecter les normes légales).

Le choix du critère CO2 découle de l'état d'urgence climatique dans lequel l'humanité se trouve. Dès 1979, des scientifiques issus de 50 pays se sont réunis dans le cadre de la première conférence mondiale sur le climat et ont évoqué la nécessité d'agir rapidement face aux tendances alarmantes du changement climatique, les appels n'ont cessé depuis. Dans ce domaine, nous pouvons citer la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques adoptée au cours du sommet de Rio en 1992. Cette convention faisant place à trois grands principes (le principe de précaution, le principe des responsabilités communes mais différenciées, le principe du droit au développement) comptait 197 pays signataires en 2018. Le protocole du Kyoto (1997) a fait suite et a élargi les principes du sommet de Rio en insistant particulièrement sur la nécessité de réduire les émissions de gaz à effet de serre. Dans l'ambition d'aller plus loin, la Conférence de Paris a négocié un accord international au sujet de la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Le consensus mondial semble alors présent afin d'intégrer pleinement le critère climatique dans les activités d'investissement. Pour autant, les alertes concernant des controverses liées au label ISR laissent à penser que les méthodologies actuelles ne permettent pas aux gérants de fonds d'investissement d'exclure de façon significative les principales entreprises émettrices de CO2. C'est dans cet environnement que

Ripple et *al.*⁵⁸⁸ ainsi que 11 000 scientifiques déclarent que la planète Terre est confrontée à une urgence climatique. Pour rappel, l'article 2 de l'Accord de Paris stipule un alignement des flux financiers avec les objectifs climatiques et un appel politique lancé à la communauté financière a eu lieu. Le fléchage de l'épargne des Français a alors été marqué par la création du label d'État ISR. Il semble désormais nécessaire de relier les paroles politiques et les labels avec la réalité factuelle de l'investissement responsable.

S'agissant du critère réglementaire, nous pouvons avancer que depuis les écrits de Platon, des règles légales ont été mises en œuvre dans le dessein de conduire de la meilleure des manières la cohésion dans les sociétés humaines. Les règles légales peuvent alors être caractérisées de morale sociétale. Le critère traitant du respect des normes légales présente alors l'avantage d'intégrer l'ensemble des activités des entreprises, là où la justice est présente. En ce sens, le critère légal pourrait être caractérisé de cadre normatif minimum sur les questions extra-financières. Toutefois, le manque de transparence concernant les condamnations des entreprises fait place à une certaine complexité pour la pleine intégration de ce critère à une sélection d'entreprise en vue de développer un portefeuille d'investissement. Dans ce cadre, les agences de notations ont développé le critère de controverse. Il s'agit alors du critère le plus proche du respect des règles fixées par la société dans son ensemble (démocratie). Cependant, il convient de mentionner le fait que le critère controverse intervient particulièrement en aval de la découverte d'un scandale (exemple Orpea, Renault etc) et non en amont. L'objectif de l'exclusion des entreprises controversées n'est donc pas initialement d'éviter une sous performance financière éventuelle avec la découverte d'un scandale, mais bien de faire correspondre les valeurs éthiques des investisseurs avec leurs investissements.

Dans ce cadre, l'analyse des fonds labellisés ISR peut légitimement intégrer l'indicateur CO2 lié au changement climatique et l'indicateur controverse lié aux règles morales de la société. Ces deux critères peuvent être considérés comme un minimum pour la définition d'un portefeuille d'investissement responsable.

§ 1 Revue de la littérature

L'intérêt de cette recherche est qu'elle ne porte pas sur la quête de performance financière des fonds ISR mais sur la performance extra-financière des fonds ISR. Les publications commerciales des acteurs de marché quant aux fonds ISR incitent l'investisseur à penser que

⁵⁸⁸ Ripple, W. J., Wolf, C., Newsome, T. M., Barnard, P., & Moomaw, W. R. (2020). World Scientists' Warning of a Climate Emergency. *BioScience*, vol. 70, n° 1, pp. 8-12.

l'intégration des critères ESG a pour dessein de rechercher principalement la performance extra-financière pour répondre à leurs valeurs et aux défis du monde à venir. C'est d'ailleurs ce que montre une récente étude indiquant que 62% des épargnants français accordent de l'importance aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions d'investissement⁵⁸⁹. Lapanan présente même le fait que les investisseurs des fonds responsables renoncent volontairement à des rendements financiers supérieurs pour investir conformément à leurs valeurs⁵⁹⁰. Barreda-Tarrazona, Matallin-Saez et Balaguer-Franch ont mené une étude expérimentale (166 participants) et remarquent que non seulement les participants investissent dans des fonds responsables même lorsque les performances sont moindres, mais ils le font encore plus lorsqu'ils sont informés des politiques extra-financières des investissements⁵⁹¹. Riedl et Smeets vont en ce sens en indiquant que les investisseurs des fonds responsables n'espèrent pas des rendements plus élevés⁵⁹².

Une difficulté survient alors. La méthode d'analyse extra-financière la plus largement utilisée en France par les gérants de fonds est une méthode semblant avoir pour objectif principal la recherche de performance financière et ou de gestion des risques financiers. C'est d'ailleurs ce qu'estiment Derwal et *al.*⁵⁹³ en stipulant que les investisseurs pratiquant l'analyse RSE (ESG) le font pour un motif de profit, tandis que ceux utilisant l'exclusion (filtrage négatif) le font pour répondre à leurs valeurs.

La discordance des objectifs entre les gérants de fonds responsables et les investisseurs particuliers est alors limpide. Nous avons constaté plus en amont que l'analyse ESG manquait de matérialité, notamment due à la quantité de critères intégrés à celle-ci. Nous suggérons que les fonds ISR sont victimes du phénomène de surcharge informationnelle les écartant des objectifs des investisseurs cherchant à faire coïncider investissement et valeur.

Nous parlons de surcharge informationnelle lorsqu'un décideur est mis en difficulté dans son choix final par une grande quantité d'informations. Roetzel présente ce phénomène en ces termes :

⁵⁸⁹ Sondage Ifop pour le FIR et Vigeo Eiris 2020 : « Les Français et la finance responsable »

⁵⁹⁰ Lapanan, N. (2018). Individual Investors and Socially Responsible Mutual Funds. Umea School of Business.

⁵⁹¹ Barreda-Tarrazona, I., Matallin-Saez, J., & Balaguer-Franch, R. (2011). Measuring Investors Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, vol. 103, pp. 305-330.

⁵⁹² Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds ? *Journal of Finance*, vol. 72, n° 6, pp. 2505-2550.

⁵⁹³ Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors. *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, pp. 2137-2147.

« La surcharge d'informations est un état dans lequel un décideur est confronté à un ensemble d'informations (c'est-à-dire une charge d'informations avec des caractéristiques informationnelles telles qu'une quantité, une complexité et un niveau de redondance, de contradiction et d'incohérence) comprenant l'accumulation d'indices d'information individuels de taille et complexité différentes qui empêchent le décideur de déterminer de manière optimale la meilleure décision possible⁵⁹⁴. »

Simon⁵⁹⁵ exprime qu'une mine d'informations engendre une attention plus faible couplée à la nécessité de savoir où placer celle-ci. Ce phénomène semble croissant et motivé par nos moyens technologiques actuels. Levitin explique même que « l'ère de l'information en continue nous submerge d'un déluge de données sans précédent⁵⁹⁶ ». Cette constatation est d'autant plus valable dans le domaine de l'analyse extra-financière, secteur dans lequel nous pouvons constater la croissance des diffuseurs de données, des agences de notation, des start-ups technologiques et des sociétés d'audit et de conseil⁵⁹⁷.

Au-delà de la simple surcharge informationnelle, nous pouvons relever un autre aspect, sa complexité (Bawden et Robinson⁵⁹⁸, Eppler et Mengis⁵⁹⁹). Ce facteur semble limiter davantage la capacité de traitement de l'information. C'est d'ailleurs ce que souligne Walter en expliquant que l'analyse ESG contemporaine devrait réduire son champ d'analyse pour obtenir une meilleure signification⁶⁰⁰. Boffo et Patalino⁶⁰¹ soulignent que l'hétérogénéité des notations ESG est principalement due à la quantité des critères retenus et aux effets connexes liés. Trusteam Finance a déjà relevé que la plupart des informations extra-financières sont non standardisées et que bien souvent, elles manquent de constance et de cohérence. Ces raisons ont d'ailleurs

⁵⁹⁴ Roetzel, P. (2019). Information Overload in the Information Age : A Review of the Literature From Business Administration, Business Psychology, and Related Disciplines with a Bibliometric Approach and Framework Development. *Business Research*, vol. 12, n° 2, pp. 479-522.

⁵⁹⁵ Simon, H. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *Journal of Economics*, vol. 69, pp. 99-118.

⁵⁹⁶ Levitin, D. (2014). *The Organized Mind : Thinking Straight in the Age of Information Overload*. New York : Penguin.

⁵⁹⁷ Demartini, A. (2020). *La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services*. Autorité des marchés financiers.

⁵⁹⁸ Bawden, D., & Robinson, L. (2009). The Dark Side of Information : Overload, Anxiety and Other Paradoxes and Pathologies. *Journal of Information Science*, vol. 35, pp. 180-191.

⁵⁹⁹ Eppler, M., & Mengis, J. (2004). The Concept of Information Overload: A Review of Literature from Organization Science, Accounting, Marketing, MIS and Related Disciplines. *The Information Society*, vol. 20, pp. 325-344.

⁶⁰⁰ Walter, I. (2020). Sense and Nonsense in ESG Scoring. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 5, n° 2, pp. 307-336.

⁶⁰¹ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: OECD.

poussé la société à ne pas utiliser les notations ESG et à se consacrer à un nombre restreint de critères⁶⁰². Shiller disait bien que :

« Notre capacité à nous concentrer sur les choses importantes est l'une des caractéristiques qui déterminent notre intelligence, et nul ne sait précisément comment notre cerveau s'y prend pour le faire. Et c'est l'incapacité à se concentrer sur ce qui compte qui provoque les erreurs de jugement les plus fréquents⁶⁰³. »

D'un point de vue plus managérial, Oskamp⁶⁰⁴ a étudié le lien entre la qualité des prévisions et la confiance dans ces décisions en faisant varier la quantité d'informations. Son étude portait sur le jugement de psychologues par rapport aux descriptions d'un patient. Le résultat trouvé a été que l'augmentation de l'information a fait croître de manière significative la confiance des psychologues sans augmentation de la précision. Une étude de Green et Yates⁶⁰⁵ complète cela. Les chercheurs ont essayé de répondre au fait que les médecins d'un hôpital avaient tendance à envoyer environ 90% de tous les patients souffrant de douleurs thoraciques sévères à l'unité de soins cardiaques, entraînant *de facto* une unité en surpopulation ainsi qu'une chute des soins et une augmentation des coûts. L'ambition de soigner au mieux les personnes réellement souffrantes de problèmes cardiaques était donc moins bien atteinte. Les chercheurs ayant étudié le problème ont découvert que les médecins examinaient les mauvais facteurs. Ils s'attardaient sur de nombreux facteurs de risques tels que les antécédents familiaux de maladie coronarienne prématurée, l'âge, le sexe *et cetera*. Bien qu'utiles, ces facteurs ont en fait une faible probabilité d'évaluer si une personne souffre d'ischémie cardiaque. L'étude s'est alors penchée plus précisément sur la recherche de meilleurs indices de diagnostic. Le résultat final est significatif. Les médecins ont arrêté de scruter des facteurs de risques secondaires, pour se concentrer sur les meilleurs indices de diagnostic. Le nombre de patients correctement envoyés aux soins intensifs est passé à 95% et le nombre de patients envoyés incorrectement aux soins intensifs est passé à 50%. Dans ce cas précis, une surcharge d'informations ne permettait pas de répondre de façon optimale à l'objectif visé. Notre étude utilise le procédé inverse. Nous avons établi

⁶⁰² Trusteam Finance. (2020). Position Paper: Pourquoi nous n'utilisons pas de notation ESG externe. Source : <http://www.trusteam.fr/>: <http://www.trusteam.fr/news/actualites/position-paper-pourquoi-nous-nutilisons-pas-de-notation-esg-externe.html>

⁶⁰³ Shiller, R. (2000). Exubérance irrationnelle. Valor Editions. p. 207.

⁶⁰⁴ Oskamp, S. (1965). Overconfidence in Case-Study Judgments. *Journal of Consulting Psychology*, vol. 29, n° 3, pp. 261-265.

⁶⁰⁵ Green, L., & Yates, J. (1994). Influence of Pseudodiagnostic Information on the Evaluation of Ischemic Heart Disease. *Annals of Emergency Medicine*, vol. 25, n° 4, pp. 451-457.

deux critères, deux objectifs, nous voulons simplement observer si une analyse extra-financière établie sur la base d'un nombre important de critères permet de montrer une signification.

Pour citer une étude portant sur le domaine financier, nous pouvons présenter celle de Davis, Lohse et Kottemann⁶⁰⁶. Les auteurs ont demandé à vingt-deux étudiants en deuxième année de MBA à la School of Business Administration de l'Université du Michigan de prévoir les résultats du 4^{ème} trimestre dans 45 cas. La moyenne d'âge des étudiants étant de 28,1 ans et la moyenne d'expérience de travail de 4,1 années. À noter que plus de 90% des sujets étaient spécialisés soit en finance, soit en comptabilité. Réellement, il n'y avait que 15 entreprises, mais chaque entreprise était présentée au travers de 3 formats d'informations différents. Le premier étant composé des informations de base des 3 trimestres précédents, soit les revenus par action, les ventes nettes et le prix des actions. Le second format était composé des informations de base, plus des informations redondantes et non pertinentes. Le troisième format était quant à lui composé des informations de base, plus des informations non redondantes qui n'étaient pas présentées dans les deux formats précédents. Les résultats font ressortir que les informations supplémentaires ont réduit la précision des prévisions tout en augmentant la confiance envers elles.

Un récent rapport de l'OCDE pointe également le fait que la prise en compte d'un nombre conséquent de critères ESG ne permet pas de présenter une matérialité extra-financière consensuelle et unique. L'article souligne par ailleurs que les corrélations de scores ESG sont faibles et que cela justifie des inquiétudes au sujet de la signification des scores ESG et de leurs valeurs pour les investisseurs⁶⁰⁷.

« Même si les utilisateurs d'informations ESG récupèrent en grande partie les informations des publications des émetteurs, et développent des analyses et des scores en grande partie sur la même base d'informations, les scores ESG des principaux fournisseurs de notation (pour lesquels les données sont disponibles dans le commerce) peuvent varier considérablement d'un fournisseur ESG à l'autre. (...) En d'autres termes, deux fonds qui sont tous deux des portefeuilles de marché hautement ESG pourraient avoir des expositions radicalement différentes, ce qui remet en question le sens de l'ensemble du processus⁶⁰⁸. »

⁶⁰⁶ Davis, F., Lohse, G., & Kottemann, J. (1994). Harmful Effects of Seemingly Helpful Information on Forecasts of Stock Earnings. *Journal of Economic Psychology*, vol. 15, n° 2, pp. 253-267.

⁶⁰⁷ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: OECD.

⁶⁰⁸ *Ibidem.*, p. 27.

Le cabinet de conseil spécialisé dans la finance responsable Axylia, pointe le fait que si les fonds ISR possèdent un score ESG resserré, ils affichent une grande disparité au niveau du risque carbone⁶⁰⁹. Gangi et Varrone⁶¹⁰ constatent que les entreprises sélectionnées par les fonds européens responsables obtiennent une performance sociale inférieure aux entreprises sélectionnées par les fonds européens conventionnels. Les auteurs précisent que les gestionnaires de fonds responsables ne « remplissent pas le mandat poursuivi par les investisseurs individuels ». Une étude française portant sur 89 fonds ISR a par ailleurs fait ressortir que la majorité de ceux-ci (71) comportaient des entreprises controversées⁶¹¹. Walter⁶¹² indique alors que les analystes extra-financiers devraient réduire leur champ d'analyse pour une meilleure matérialité.

D'un point de vue managérial, nous pouvons constater que BlackRock a été choisi par l'Union Européenne comme conseiller sur les questions ESG, et que celle-ci a renforcé ses investissements dans la société ORPEA (09/02/2022) après le scandale sociétal sur les conditions des résidents et la baisse de son cours de bourse. Par ailleurs, nous pouvons également citer le cas de TotalEnergies qui est présent dans un certain nombre de fonds ISR/ESG (14% des fonds ISR compte la société parmi les principaux investissements)⁶¹³ alors que l'entreprise dispose d'un score *Refinitiv* « controversé » de 11,82% (D) et qu'elle est fortement controversée, notamment par rapport à ses activités en Ouganda. Nous pouvons également indiquer que la société de télécommunications Ericsson dispose d'une notation ESG *Refinitiv* de 85,61% (au 28/02/2022), la classant parmi les meilleures, tandis que l'enquête « The Ericsson Liste » indique que la société a financé d'Etat islamique pour pouvoir continuer à travailler en Irak.

Le consensus présent en psychologie, en économie, en comptabilité, en marketing ou encore en systèmes d'information, ainsi que les dernières alertes en finance, nous permettent alors d'avancer l'hypothèse suivante :

⁶⁰⁹ Auriac, V. (2020). Première étude sur l'impact extra-financier des fonds ISR. Source : www.axylia.com:https://www.axylia.com/post/premi%C3%A8re-%C3%A9tude-sur-l-impact-extra-financier-des-fonds-isr

⁶¹⁰ Gangi, F., & Varrone, N. (2018). Screening Activities by Socially Responsible Funds : A Matter of Agency ? *Journal of Cleaner Production*, vol. 197, pp. 842-855.

⁶¹¹ Rivoalan, S., & Louvel, Y. (2010). Investissement Socialement Responsable : l'heure du tri. Les Amis de la Terre France.

⁶¹² Walter, I. (2020). Sense and Nonsense in ESG Scoring. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 5, n° 2, pp. 307-336.

⁶¹³ Epsor. (2021). Etude sur les fonds du label ISR. Source : sur www.epsor.fr: <https://www.epsor.fr/blog/livre-blanc-epargne-responsable-les-solutions-dinvestisement-tiennent-elles-leurs-promesses>

Hypothèse 2 : L'analyse ESG multicritère ne permet pas d'exclure les entreprises les moins performantes au niveau carbone et controversée.

La recherche est organisée en plusieurs temps. Tout d'abord, nous présentons la méthodologie utilisée. Ensuite, nous présentons les résultats obtenus. Finalement, nous discutons de ces résultats et présentons les conclusions.

§ 2 Présentation de la méthodologie

Le paragraphe s'organise autour de la présentation du cadre épistémologique de la recherche, puis de l'échantillon et de la méthodologie de recherche, et enfin des variables sélectionnées.

A. Cadre épistémologique

Le positionnement épistémologique de cette recherche s'inscrit dans la lignée du même raisonnement que celui développé dans le chapitre 2. Notre épistémologie est à la fois « problématiste » et « faillibiliste ». Notre travail de recherche se déroule en trois étapes :

- 1) Nous bâtissons des conjectures (hypothèses) dans le dessein de résoudre un problème. (Cette première étape a eu lieu dans le chapitre 3 et dans la revue de la littérature de cette section).
- 2) Nous soumettons nos conjectures à des tests afin de vérifier leur solidité en essayant de les réfuter (cette étape est la suivante engagée).
- 3) Nous acceptons que nos résultats soient débattus et combattus afin d'améliorer encore la découverte scientifique.

Notre modèle est « problématiste » dans le sens où notre recherche est guidée par une vision simple. Nous pensons que les problèmes ne sont ni inventés, ni construits, ils sont découverts par l'inspection des théories existantes et un procédé de rationalisme critique.

Notre modèle est « faillibiliste », il rejette l'inductivisme et le positivisme par le postulat que la multiplication d'observations ne permettra jamais de valider une théorie. À l'image de ce que disait Popper, il n'est pas possible de fonder une théorie générale à partir d'une série finie d'énoncés singuliers. Au contraire, il est possible de perfectionner la science en essayant de réfuter une théorie.

Nous pouvons par ailleurs noter que le positionnement épistémologique de notre étude se base en partie sur un apriorisme méthodologique dans le sens où notre hypothèse est la résultante d'un processus de raisonnement logique. La conjecture de départ est alors issue d'un processus logico-déductif. Notre recherche intègre à la fois un travail théorique et un travail historique

par le test de réfutabilité de notre hypothèse de départ. Bien que les tâches soient distinctes, elles sont complémentaires et essentielles à la construction de notre étude. L'apriorisme considère les théories comme étant principalement déductives alors que le faillibilisme soutient que les énoncés scientifiques doivent nécessairement être réfutables. Si l'apriorisme marque une rupture entre les méthodologies des sciences sociales et des sciences naturelles, le faillibilisme peut être qualifié de monisme épistémologique. Notre énoncé scientifique issu de l'apriorisme est également enrichi par les faits passés. Nous pouvons présenter notre épistémologie d'« apriorisme faillibiliste ». Le cadre épistémologique de l'étude se situe finalement entre les travaux de Mises⁶¹⁴ et de Popper⁶¹⁵, à l'image de Hayek⁶¹⁶.

B. Échantillon et méthodologie

Cette étude consiste à comparer la qualité extra-financière des fonds ISR avec leur univers d'investissement sur la base du pilier carbone et du pilier controversé. L'analyse du pilier carbone sera effectuée au moyen de deux métriques : les émissions globales de CO₂ et la trajectoire 1,5°C des entreprises. L'analyse du pilier controversé sera effectuée par la présence ou non d'entreprises controversées (données dichotomiques). Le choix de ces métriques est issu de la réflexion menée dans le chapitre 3. Le test de comparaison sélectionné au regard de la non-normalité des données est le test non paramétrique de Wilcoxon. Les différents tests ont été effectués grâce au logiciel *SPSS*.

Cette recherche s'effectue en comparaison de l'univers d'investissement STOXX Europe 600. Nous observons la qualité de sélection des fonds ISR sur le fondement des dix principaux investissements, à l'image de l'étude effectuée par Nitsche et Schröder⁶¹⁷. Nous avons choisi les fonds de la zone euro pour la qualité des données disponibles ainsi que pour une meilleure harmonisation de celles-ci. Les principaux investissements des fonds sont ceux publiés par *Refinitiv* pour décembre 2020. Nous avons décidé d'analyser la composition des fonds par le moyen d'un acteur externe de référence afin de limiter l'effet de « *window-dressing* ». En effet, cette technique d'amélioration de la présentation des fonds vise à « habiller » le bilan annuel, permettant ainsi au gérant de dissimuler certains investissements. Notre échantillon final est constitué de 37 fonds labellisés ISR répertoriés par le label ISR comme des fonds actions zone

⁶¹⁴ von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet.

⁶¹⁵ Popper, K. (1985). *Conjectures et réfutations*. Payot.

⁶¹⁶ Hayek, F. (1953). *Scientisme et sciences sociales : Essai sur le mauvais usage de la raison*. Traduit par Barre, R. Librairie Plon.

⁶¹⁷ Nitsche, C., & Schröder, M. (2015). *Are SRI Funds Conventional Funds in Disguise or do They Live up to Their Name?* ZEW – Centre for European Economic Research.

euro (dont les données étaient disponibles). Ces différents fonds sont issus de 22 sociétés de gestion différentes (méthode d'échantillonnage par choix raisonné). La constitution de l'échantillon est présentée en tableau 26. Sur la base de 404 fonds actions labellisés ISR en décembre 2020, 90 avaient pour univers d'investissement la zone euro. Toutefois, le manque de transparence quant aux titres en gestion conduit à limiter l'analyse à 37 fonds actions. En outre, nous avons effectué une analyse permettant de nous assurer du fait que les 37 fonds ISR intègrent bien une méthodologie ESG. Le dessein étant d'éviter d'intégrer à notre étude des fonds utilisant d'autres méthodologies, et donc de nous assurer que notre échantillon corresponde pleinement aux besoins de l'étude. Les politiques d'investissement des différents fonds sont présentées en annexe 13. Les scores ESG *Refinitiv* des 37 fonds ISR sont présentés en annexe 14. *Refinitiv* présente le score comme « La performance ESG de l'entreprise sur la base de données rapportées vérifiables dans le domaine public sur la base de plus de 450 mesures ESG au niveau de l'entreprise, dont un sous-ensemble de 186 des plus comparables et significatifs par industrie ».

Fonds actions labellisés ISR	404
Zone euro	90
Informations disponibles et complètes	37

Tableau 26 : Echantillonnage par choix raisonné

C. Présentation des variables

Comme le soulignent Capelle-Blancard et Petit⁶¹⁸, la performance extra-financière reste un élément de débat et aucun consensus réel ne s'en dégage. Nous partons du principe que la qualité de sélection des fonds ISR repose sur le fait qu'ils sont moins investis dans les entreprises les plus émettrices de CO₂, celles ne respectant pas la trajectoire 1,5°C et celles controversées. Nous observons si les fonds labellisés ISR parviennent par le moyen de l'analyse ESG à exclure les plus mauvaises entreprises sur la base des trois critères mentionnés précédemment. Les données CO₂ et controverses sont issues de *Datastream* (ENERVO03V Total des émissions de CO₂ par rapport aux chiffres d'affaires en millions de dollars ;

⁶¹⁸ Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2013). Mesurer les performances extra-financières. *Revue française de gestion*, n° 236, pp. 109-125.

SOCOO10V présence de polémique liée à la corruption, lobbying abusif, blanchiment d'argent, fraude fiscale). La trajectoire 1,5°C est calculée sur la base de l'évolution des émissions entre moyenne 2014-2015-2016 et moyenne 2017-2018-2019. Bien que l'investissement responsable nécessite une approche en absolu et non en relatif, nous fondons nos tests statistiques sur la comparaison avec des moyennes théoriques. Ces données théoriques sont issues de l'analyse des entreprises présentes dans l'indice STOXX Europe 600 à la même période (tableau 27). Le score ESG moyen des 37 fonds ISR est de 81,84 sur 100, tandis que le score moyen des entreprises du STOXX Europe 600 est de 72,63. Aucun des 37 fonds ISR ne présente un score ESG moyen inférieur à celui de l'indice de référence (moyenne la plus basse pour un fonds ISR = 75,17). Nous pouvons dès lors considérer que les fonds composant notre échantillon correspondent au champ d'étude.

Variable 1	Part des entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C.	U = 25,98%
Variable 2	Part des entreprises les plus émettrices de CO2.	U = 25,00%
Variable 3	Part des entreprises controversées	U = 38,85%

Tableau 27 : Liste des variables (U= STOXX Europe 600)⁶¹⁹

§ 3 Présentation des résultats et analyse

Le tableau 28 affiche la proportion d'entreprises que nous jugeons non compatibles avec l'investissement responsable par fonds d'investissement ISR, au regard de nos trois critères sélectionnés. Nous pouvons alors constater que 14 fonds (37,84%) ISR ont sélectionné des entreprises parmi le dernier quartile d'émissions de CO2. Ils sont 29 (78,38%) à présenter une proportion d'entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C supérieure à l'univers d'investissement. Enfin, 27 fonds (72,98%) ISR comptent une proportion plus importante d'entreprises controversées par rapport à leur benchmark. Le tableau 29 affiche les différentes

⁶¹⁹ U = Part des entreprises de l'univers d'investissement ne respectant pas de façon responsable les trois variables déterminées.

statistiques descriptives de l'échantillon. Les tableaux 30 et 31 présentent les 10 principaux investissements des 37 fonds ISR pour le mois de décembre 2020.

<i>Fonds</i>	<i>Part des entreprises du dernier quartile CO2 (U=25%)</i>	<i>Part des entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C (U=25,98%)</i>	<i>Part d'entreprises controversées (U=38,85%)</i>
Fonds 1	30,00%	33,00%	60,00%
Fonds 2	20,00%	20,00%	70,00%
Fonds 3	30,00%	30,00%	50,00%
Fonds 4	0,00%	50,00%	50,00%
Fonds 5	22,00%	33,00%	66,00%
Fonds 6	11,00%	44,00%	70,00%
Fonds 7	11,00%	44,00%	77,00%
Fonds 8	22,00%	22,22%	20,00%
Fonds 9	20,00%	44,44%	30,00%
Fonds 10	20,00%	44,44%	30,00%
Fonds 11	30,00%	40,00%	40,00%
Fonds 12	30,00%	20,00%	60,00%
Fonds 13	30,00%	20,00%	60,00%
Fonds 14	20,00%	44,44%	70,00%
Fonds 15	33,00%	44,44%	22,00%
Fonds 16	44,00%	42,86%	22,00%
Fonds 17	55,00%	44,44%	33,00%
Fonds 18	33,00%	11,11%	77,00%
Fonds 19	20,00%	30,00%	60,00%
Fonds 20	50,00%	33,33%	40,00%
Fonds 21	40,00%	40,00%	50,00%
Fonds 22	20,00%	55,55%	20,00%
Fonds 23	22,00%	44,44%	44,00%
Fonds 24	22,00%	44,44%	60,00%
Fonds 25	40,00%	50,00%	70,00%
Fonds 26	11,00%	44,44%	70,00%
Fonds 27	10,00%	30,00%	70,00%
Fonds 28	22,00%	25,00%	44,00%
Fonds 29	40,00%	50,00%	90,00%
Fonds 30	11,00%	44,44%	55,00%
Fonds 31	11,00%	12,50%	70,00%
Fonds 32	10,00%	55,55%	40,00%
Fonds 33	10,00%	55,55%	40,00%
Fonds 34	55,00%	33,33%	22,00%
Fonds 35	0,00%	55,55%	30,00%
Fonds 36	20,00%	12,50%	20,00%
Fonds 37	22,00%	33,33%	77,00%

Tableau 28 : Liste des 37 fonds ISR analysés et proportion d'entreprises "non responsables" parmi les 10 principaux investissements

			Statistiques	Erreur standard
Part des entreprises du dernier quartile CO2	Moyenne		0,2424	0,02264
	Intervalle de confiance à 95%	Borne Inférieure	0,1965	
		Borne supérieure	0,2883	
	Moyenne tronquée à 5%		0,2388	
	Médiane		0,2200	
	Variance		0,019	
	Ecart type		0,13771	
	Minimum		0,00	
	Maximum		0,55	
	Plage		0,55	
	Plage interquartile		0,21	
	Asymétrie		0,536	0,388
	Kurtosis		-0,023	0,759
Part des entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C	Moyenne		0,3730	0,02092
	Intervalle de confiance à 95%	Borne Inférieure	0,3305	
		Borne supérieure	0,4154	
	Moyenne tronquée à 5%		0,3767	
	Médiane		0,4300	
	Variance		0,016	
	Ecart type		0,12728	
	Minimum		0,11	
	Maximum		0,56	
	Plage		0,45	
	Plage interquartile		0,14	
	Asymétrie		-0,478	0,388
	Kurtosis		-0,613	0,759
Part d'entreprises controversées	Moyenne		0,5078	0,03283
	Intervalle de confiance à 95%	Borne Inférieure	0,4413	
		Borne supérieure	0,5744	
	Moyenne tronquée à 5%		0,5065	
	Médiane		0,5000	
	Variance		0,040	
	Ecart type		0,19971	
	Minimum		0,20	
	Maximum		0,90	
	Plage		0,70	
	Plage interquartile		0,38	
	Asymétrie		-0,095	0,388
	Kurtosis		-1,143	0,759

Tableau 29 : Statistiques descriptives sur les caractéristiques des 37 fonds labellisés ISR de notre échantillon

Fonds 1	Fonds 2	Fonds 3	Fonds 4	Fonds 5
SOITEC	ASML HOLDING	ASML HOLDING	VEOLIA	CASH
FAURECIA	IBERDROLA	IBERDROLA	LINDE	ROCHE HOLDING
PEUGEOT	LVMH	ADYEN	AIR LIQUIDE	IBERDROLA
SMURFIT KAPPA	SCHNEIDER ELECTRIC	DEUTSCHE POST	DASSAULT SYSTEMES	DASSAULT SYSTEMES
SIGNIFY	OREAL	OREAL	LEGRAND	ESSITY
SPIE	FERRARI	ALLIANZ	DANAHER	ASML HOLDING
ASM INTERNATIONAL	PERNOD RICARD	LVMH	VINCI	THULE GROUP
ALSTOM	SANOFI	SCHNEIDER ELECTRIC	SCHNEIDER ELECTRIC	MICHELIN
ORPEA	KERRY GROUP	HERMES	SUEZ	STMICROELECTRONICS
ELIS	AIR LIQUIDE	VONOVIA	SEVERN TRENT	BUREAU VERITAS
Fonds 6	Fonds 7	Fonds 8	Fonds 9	Fonds 10
ADIDAS	ASML HOLDING	ASML HOLDING	LVMH	CASH
SCHNEIDER ELEC	DEUTSCHE TELEKOM	DEUTSCHE TELEKOM	SAP	VESTAS WIND
SYMRISE	AIR LIQUIDE	AIR LIQUIDE	SCHNEIDER ELECTRIC	IBERDROLA
DASSAULT SYSTEMES	FINECO	FINECO	PERNOD RICARD	DASSAULT SYSTEM
KBC	SANOFI	SANOFI	DASSAULT SYSTEM	AIR LIQUIDE
ALLIANZ	IBERDROLA	PUBLICIS	TELEPERFORMANCE	ASML HOLDING
DSM	SCHNEIDER ELECTRIC	IBERDROLA	ORPEA	SCHNEIDER ELECTRIC
INDITEX	PUBLICIS	SCHNEIDER ELECTRIC	OREAL	ENEL
AIR LIQUIDE	ALLIANZ	ALLIANZ	EIFFAGE	SYMRISE
KNGSPAN	ILIAD	ILIAD	KERING	VEOLIA
Fonds 11	Fonds 12	Fonds 13	Fonds 14	Fonds 15
ALLIANZ	OREAL	SIFA	ENEL	CASH
ENEL	SANOFI	ASML HOLDING	ASML HOLDING	LINDE
SCHNEIDER ELECTRIC	SCHNEIDER ELECTRIC	ENEL	OREAL	ENEL
IBERDROLA	IBERDROLA	OREAL	SAP	OREAL
AIR LIQUIDE	ASML HOLDING	SAP	ESSILOR	EDP RENO
MICHELIN	PERNOD RICARD	ESSILOR	ALLIANZ	SCHNEIDER ELEC
NESTE	AIR LIQUIDE	ADIDAS	AXA	ASML HOLDING
MUENCHENER RUE	ENEL	TELEPERFORMANCE	CASH	KONINKLIJKE PHILIPS
BNP	SAP	AXA	ADIDAS	MERCK KGAA
FINECOBANK	ALLIANZ	ALLIANZ	TELEPERFORMANCE	FINECOBANK
Fonds 16	Fonds 17	Fonds 18	Fonds 19	Fonds 20
IBERDROLA	ASML HOLDING	ASML HOLDING	ASML HOLDING	ASML HOLDING
KERING	SIEMENS	LINDE	SAP	SANOFI
SIEMENS	BNP	LVMH	SIEMENS	SMURFIT KAPPA
SCHNEIDER ELECTRIC	LVMH	SAP	ADIDAS	UNILEVER
ALLIANZ	SANOFI	SANOFI	ALLIANZ	ORPEA
CASH	SAP	TOTAL	SCHNEIDER ELECTRIC	ALLIANZ
MUENCHER RUECK	IBERDROLA	IBERDROLA	OREAL	INTESA SANPAOLO
TELEPERFORMANCE	ADIDAS	AIR LIQUIDE	AXA	SIEMENS GAMESA
PEUGEOT	NESTE	SCHNEIDER ELECTRIC	DANONE	LVMH
CRH	AIR LIQUIDE	BNP	INTESA SANPAOLO	CASH

Tableau 30 : Liste des 10 principaux investissements par fonds ISR (de 1 à 20)

Fonds 21	Fonds 22	Fonds 23	Fonds 24	Fonds 25
ASML HOLDING	ASML HOLDING	ASML HOLDING	ASML HOLDING	LVMH
ALLIANZ	ALLIANZ	LINDE	LVMH	ASML HOLDING
LVMH	LVMH	LVMH	SIEMENS AG	SCHNEIDER ELECTRIC
AIR LIQUIDE	AIR LIQUIDE	OREAL	SANOFI	SIEMENS
TOTAL	TOTAL	SAP	IBERDROLA	CASH
IBERDROLA	IBERDROLA	SIEMENS	SCHNEIDER ELEC	SANOFI
SIEMENS	SIEMENS	AIR LIQUIDE	SAP	TOTAL
OREAL	OREAL	ALLIANZ	AXA	BASF
SANOFI	SANOFI	DEUTSCHE TELEKOM	ENEL	ADIDAS
DEUTSCHE TELEKOM	DEUTSCHE TELEKOM	PHILIPS KON	TOTAL	SAP
Fonds 26	Fonds 27	Fonds 28	Fonds 29	Fonds 30
ASML HOLDING	LVMH	SIEMENS	SAP	TOTAL
LVMH	TOTAL	UNILEVER	ASML HOLDING	ASML HOLDING
CASH	SANOFI	NOVARTIS	SANOFI	SANOFI
SAP	KERING	ASTRAZENECA	LVMH	AVIVA INVESTOR
SANOFI	DNCA ACTIONS	LVMH	UNILEVER	LVMH
TOTAL	WORLDLINE	TOTAL	ALLIANZ	SAP
SIEMENS	VINCI	DIAGEO	SIEMENS	SIEMENS
ALLIANZ	CAPGEMINI	RIO TINTO	IBERDROLA	AXA
OREAL	THALES	ASML HOLDING	OREAL	ALLIANZ
IBERDROLA	ESSILOR	ROCHE HOLDING	ONINKLIJKE PHILIP	CREDIT AGRICOLE
Fonds 31	Fonds 32	Fonds 33	Fonds 34	Fonds 35
SANOFI	NESTE	ASML HOLDING	ALLIANZ	LVMH
SAP	ASML HOLDING	LVMH	ENEL	SCHNEIDER ELEC
LVMH	BNP	SCHNEIDER ELECTRIC	SANOFI	AIRBUS
ALLIANZ	ALLIANZ	ENEL	LVMH	SANOFI
AIR LIQUIDE	DEUTSCHE TELEKOM	SIEMENS	CAPGEMINI	CASH
DEUTSCHE TELEKOM	SANOFI	SAP	UNILEVER	TOTAL
CASH	ROCHE HOLDING	INFINEON TECH	MICHELIN	BNP
BANCO SANTANDER	WORLDLINE	SANOFI	SIEMENS	OREAL
BNP	INTESA SANPAOLO	DEUTSCHE POST	AIR LIQUIDE	ENGIE
AXA	BP	INTESA SANPAOLO	CASH	PEUGEOT
Fonds 36	Fonds 37			
ASML HOLDING	BNP			
LVMH	SIEMENS			
SIEMENS	INTESA SANPAOLO			
TOTAL	ENEL			
SAP	TOTAL			
DAIMLER	ALLIANZ			
AVIVA INVESTOR	BASF			
SANOFI	BANCO SANTANDER			
SCHNEIDER ELECTRIC	AXA			
ALLIANZ	ARCELORMITTAL			

Tableau 31: Liste des 10 principaux investissements par fonds ISR (de 21 à 37)

Notre étude de comparaison est effectuée par le moyen du test bivarié de Wilcoxon, soutenu par la non-normalité des données concernant les variables « Part des entreprises du dernier quartile CO2 » et « Part des entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C ». Les différents tests ont été effectués grâce au logiciel *SPSS*. Les tests de comparaisons sont basés sur les valeurs hypothétiques présentées dans le tableau 27.

Le tableau 32 présente les résultats obtenus par le moyen du test de comparaison de Wilcoxon. Nous pouvons constater que les 37 fonds ISR analysés ne sont pas statistiquement et significativement différents de la valeur hypothétique de 25% des entreprises les plus émettrices de gaz à effet de serre. Toutefois, les résultats des deux autres tests de Wilcoxon indiquent des différences significatives. Les fonds ISR présentent une part significativement plus importante d'entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C par rapport à la valeur hypothétique de 28,98% (seuil de 1%). S'agissant du critère controversé, les résultats indiquent que les fonds ISR sont statistiquement différents de la valeur hypothétique de 38,85% au seuil de 1%. Les graphiques présentés en figure 53 montrent nettement ces différences.

	Kolmogorov-Smirnov	Shapiro-Wilk	Z	Sig. Asymptotique (bilatérale)
Part des entreprises du dernier quartile CO2	0,002	0,059	-0,387	0,699
Part des entreprises ne respectant pas la trajectoire 1,5°C	0,002	0,019	3,243***	0,001
Part d'entreprises controversées	0,076	0,038	3,211***	0,001

Tableau 32 : Tests de normalité et tests bivariés pour la comparaison des fonds ISR et des valeurs théoriques⁶²⁰

⁶²⁰ Les symboles ***, ** et * montrent la significativité des tests respectivement à 1%, 5% et 10%.

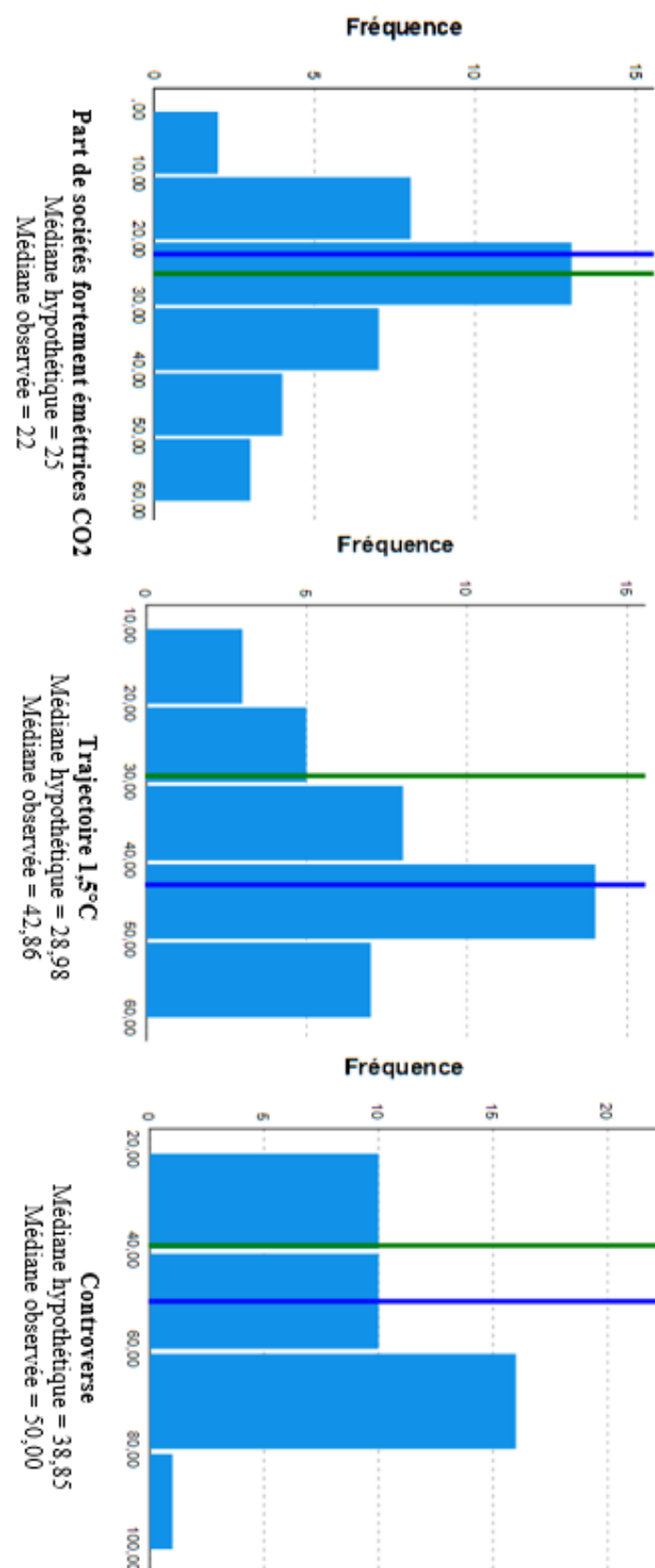


Figure 53 : Test de classement de Wilcoxon pour échantillon unique concernant les trois variables (CO2, 1,5°C, controverse)

Les différents résultats de nos analyses (effectuées sur la base des 10 principaux investissements des 37 fonds ISR de notre échantillon) montrent que l'analyse ESG multicritère ne semble pas permettre une exclusion faisant preuve de clarté et de matérialité. Cette observation suit les constations de Boffo et Patalano⁶²¹ concernant le manque de signification des notations ESG, et appuie par ailleurs le constat de Reclaim Finance⁶²² ou encore de Rivolan et Louvel⁶²³. Notre étude soutient les explications de Gangi et Varrone⁶²⁴ qui indiquent que les gestionnaires de fonds responsables ne « remplissent pas le mandat poursuivi par les investisseurs individuels », au moins selon les trois critères de responsabilité sélectionnés dans cette étude.

Les résultats confirment les récentes observations concernant la faiblesse des notations ESG. L'affaire Orpea montre que les notations ESG n'arrivent pas à fournir une information fiable permettant aux investisseurs d'identifier d'éventuels problèmes. Le rapport RSE 2021 d'Orpea indiquait d'ailleurs une « forte progressions des *ratings* des agences de notation extra-financière ». Ainsi, Sustainalytics classait Orpea numéro 5 de son secteur (sur 113), ISS ESG plaçait Orpea dans le top 10% des entreprises du secteur, et Vigeo Eiris classait Orpea à la quatrième place de son secteur (sur 47). Orpea figure ainsi dans trois fonds ISR analysés. Nous pouvons par ailleurs noter que l'entreprise Total figure parmi les dix principaux investissements de 12 fonds ISR analysés et disposait en 2020 d'une notation de 90,09/100 par *Refinitiv*. Le score controversé de Total était pourtant de 11,40/100 et l'entreprise se classait à la 17^{ème} place des entreprises émettant le plus de dioxyde de carbone dans le monde.

Le développement d'une notation finale obtenue par le moyen de la prise en compte de centaines de critères semble manquer de clarté et de matérialité. En ce sens, van Weeren⁶²⁵ indique que BP (British Petroleum) était bien notée juste avant l'explosion de la plateforme pétrolière Deepwater Horizon, ou encore que La Poste avait obtenu le meilleur score historique par l'agence Vigeo-Eiris pour l'année durant laquelle était intervenue une vague de suicides. van Weeren cite par ailleurs un directeur de recherche dans une agence de notation ESG :

⁶²¹ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. Paris: OECD.

⁶²² Schreiber, P., Pinson, L., Cuvelier, L., & Marchais, N., (2020). Epargne : Nos économies au service du chaos social et climatique. Reclaim Finance.

⁶²³ Rivolan, S., & Louvel, Y., (2010). Investissement Socialement Responsable : l'heure du tri. Les Amis de la Terre France.

⁶²⁴ Gangi, F., & Varrone, N. (2018). Screening Activities by Socially Responsible Funds : A Matter of Agency ? *Journal of Cleaner Production*, vol. 197, pp. 842-855.

⁶²⁵ van Weeren, M. (2022). Affaire Orpea : mais à quoi servent les notations ESG ? Source : www.latribune.fr: <https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/affaire-orpea-mais-a-quoi-servent-les-notations-esg-9045>

« C'est un travers qui se retrouve même au sein de l'industrie ESG. La note que fournissent les agences au global, finalement, c'est quoi ? C'est un mélange d'indicateurs, de politiques managériales et de controverses... Elles mélangent tout ! »

La méthodologie ESG pose alors la question de la réelle qualité extra-financière des fonds ISR. Le label ISR nécessitant une prise en compte des notations ESG semble alors discutable et non conforme à ses objectifs visés :

- L'investissement Socialement Responsable (ISR) vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activité.
- Le Label ISR, attribué au terme d'un processus strict de labellisation mené par des organismes indépendants, constitue un repère unique pour les épargnants souhaitant participer à une économie plus durable.

§ 4 Discussion et conclusion

La qualité extra-financière des fonds ISR intégrant une méthodologie ESG reste peu étudiée. Cette étude a pour dessein d'apporter un éclairage à ce sujet. Notamment pour les fonds ayant pour univers d'investissement la zone euro en 2020. Les résultats indiquent que les fonds ISR n'arrivent pas à sélectionner de façon plus conséquentialiste les entreprises par rapport à l'univers d'investissement. **En conséquence, l'hypothèse 2 selon laquelle l'analyse ESG multicritère ne permet pas d'exclure les entreprises les moins performantes au niveau carbone et controversé, n'est pas infirmée.** Ces résultats enrichissent par ailleurs les constatations obtenues par Gangi et Varrone⁶²⁶, qui indiquent que les gérants des fonds responsables ne « remplissent pas le mandat poursuivi par les investisseurs individuels ». De plus, nos résultats apportent un argument supplémentaire pour le développement d'une méthodologie affichant plus de matérialité. En ce sens, nous poursuivons les mêmes observations que Walter⁶²⁷, indiquant qu'il semble nécessaire de restreindre la quantité de critères et d'augmenter la qualité de sélection.

Conscient qu'il serait hautement discutable et bien loin de la logique de chercher à valider une théorie par une vision ne pouvant être que limitée, circonscrite à la tâche, ne reflétant qu'un

⁶²⁶ Gangi, F., & Varrone, N. (2018). Screening Activities by Socially Responsible Funds : A Matter of Agency ? Journal of Cleaner Production, vol. 197, pp. 842-855.

⁶²⁷ Walter, I. (2020). Sense and Nonsense in ESG Scoring. Journal of Law, Finance, and Accounting, vol. 5, n° 2, pp. 307-336.

moment précis à un endroit précis dans un contexte précis, notre principal objectif était celui de la falsifiabilité. Ce principe est dans la droite ligne des travaux de Popper ou des affirmations de Bouveresse : « Croire à la certitude d'une théorie, c'est faire preuve d'obscurantisme, et empêcher son amélioration, qui ne peut se faire que par la critique⁶²⁸ ».

Toutefois, il convient de souligner que notre étude présente certaines limites. La première résulte du fait que notre échantillon n'est composé que de 37 fonds. De plus, nous n'avons analysé que les 10 principaux investissements sur l'unique année 2020. Ceci s'explique par le manque de données disponibles. La seconde limite repose sur le fait que nous avons comparé les fonds ISR en fonction de trois variables découlant de notre raisonnement logico-déductif antérieur, étant rappelé que les critères extra-financiers restent largement subjectifs.

La présente étude a poursuivi l'ouverture de la voie vers l'analyse de la qualité extra-financière (conséquentialiste) des fonds d'investissement se réclamant responsables. De par sa méthodologie et ses données, elle peut être répliquée et prolongée. Une étude intégrant un échantillon plus conséquent sur de multiples périodes serait devrait être envisagé à l'avenir par l'accroissement continu de l'historique des données extra-financières. En outre, le développement législatif en cours permettra sans doute à l'avenir de développer la matérialité et la significativité extra-financière par le biais de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

⁶²⁸ Bouveresse, R. (2000). Le rationalisme critique de Karl Popper. Paris : Ellipses. p 83

Section 2 Concilier performance financière et performance extra-financière

« Je suggère que l'analyste peut adopter deux approches fondamentalement différentes à l'égard des valeurs mobilières dans leur ensemble. La première que j'appelle la conventionnelle, et qui repose principalement sur la qualité et les perspectives. J'appelle la seconde, de manière complémentaire, le pénétrant, et cela est basé sur la valeur⁶²⁹. »

Si traditionnellement, l'objectif principal et/ou unique d'un investisseur dans un fonds classique est la recherche de performance financière, une disparité existe pour les investisseurs souhaitant allier investissement et valeurs éthiques. Les investisseurs attirés par l'investissement responsable s'intéressent à la fois aux performances financières et extra-financières.

Bien que les fonds « responsables » ou ESG indiquent prendre en compte des critères extra-financiers liés à leurs investissements, la stratégie financière ne semble pas être développée dans la recherche de responsabilité. Une approche holistique, c'est-à-dire intégrant une responsabilité financière (lutte contre la spéculation, investissements motivés par les fondamentaux financiers, vision prudente à long terme) et extra-financière, semble être le socle d'une stratégie de gestion de portefeuille se voulant responsable. Un récent rapport de la BRI⁶³⁰ met d'ailleurs en avant le risque financier des fonds ISR ou ESG, conduisant les valorisations à des niveaux élevés, ce qui peut être considéré comme de la spéculation. La BRI va encore plus loin en indiquant que les niveaux de valorisation des actifs liés à l'ESG peuvent à terme affecter la stabilité financière⁶³¹. Cet exemple illustre limpide qu'un fonds ISR ou ESG peut ne pas être financièrement responsable et éthique (corrélé à l'économie réelle). Les fonds « conventionnels » utilisant une stratégie de gestion basée sur les fondamentaux financiers et ayant une vision à long terme seront financièrement responsables mais extra-financièrement irresponsables. De la même manière, les fonds ISR peuvent être extra-financièrement responsables mais financièrement irresponsables. La difficulté réside alors dans la combinaison des deux aspects. Nous avons observé dans le chapitre 2 la surperformance financière d'une gestion *Value-Quality*, logiquement basée sur les fondamentaux et s'écartant d'une attitude spéculative. Ici, nous cherchons à comparer la performance financière d'une stratégie *Value-Quality* intégrant des critères extra-financiers, avec son univers d'investissement. Cet ajout

⁶²⁹ Tiré de dix conférences présentées par Benjamin Graham au New York Institute of Finance de septembre 1946 à février 1947

⁶³⁰ La Banque des Règlements Internationaux

⁶³¹ Aramonte, S., & Zabai, A. (). Sustainable finance: trends, valuations and exposures. Source : www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm

extra-financier se fera par la méthodologie d'exclusion négative. C'est-à-dire que nous excluons de l'univers d'investissement un certain nombre d'entreprises ne respectant pas les exigences et valeurs extra-financières. La maxime de Franklin « bien faire en faisant le bien » pourrait s'appliquer au portefeuille que nous allons développer (VQEF = *Value-Quality* + Extra-Financier).

§ 1 Revue de la littérature

Il y a plus de 2500 ans, Socrate disait que la vertu n'est pas donnée par l'argent, mais que de la vertu vient l'argent et tout le bien de l'homme. Depuis de nombreuses années, un nombre important d'études traitant de la relation entre responsabilité sociale des entreprises et performance financière ont été déployées. Pour autant, il semblerait que ces études ne fournissent aucune conclusion précise à travers le temps. L'analyse de la performance financière d'une gestion ISR est complexe, notamment par l'hétérogénéité des typologies de gestion⁶³². Revelli et Viviani expliquent l'hétérogénéité des résultats (l'ISR apporte une sous-performance ; l'ISR n'apporte rien ; l'ISR apporte une surperformance) par l'utilisation de méthodes empiriques spécifiques telles que la période, la taille de l'échantillon ou encore la mesure de performance utilisée⁶³³.

L'une des premières études date de 1992 avec l'article de Cullis et *al.*⁶³⁴. Les auteurs constatent alors que l'adoption de pratiques sociales augmente la valeur actionnariale de l'entreprise en donnant un avertissement positif. Porter et *al.*⁶³⁵ précisent toutefois qu'une politique de responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) peut générer un surcoût, mais ce dernier serait au pire des cas compensé par la réalisation d'un profit supérieur, dans le meilleur des cas à l'origine d'une croissance des profits en absolu (en y incorporant le coût de la politique RSE). Dans une étude portant sur l'impact de la réputation sur le Price Earning Ratio (PER), Little et *al.*⁶³⁶ précisent qu'une plus-value financière est générée par la préservation d'une bonne réputation

⁶³² Guez, H., & Zaouati, J. (2014). *Pour une finance positive, parce que l'argent a aussi des vertus*. Éditions Rue de l'échiquier.

⁶³³ Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2011). Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique. *Management et Avenir*, n° 44, pp. 34,59.

⁶³⁴ Cullis, J., Lewis, A., & Winnett, A. (1992). *Paying To Be Good ?* U.K. Ethical Investments. *Kyklos*, vol. 45, n° 1, pp. 3-23.

⁶³⁵ Porter, M., & van der Linde, C. (1995). Toward a New Conception of the Environment Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, pp. 97-118.

⁶³⁶ Little, P., & Little, B. (2000). Do Perceptions of Corporate Social Responsibility Contribute to Explaining Differences in Corporate Price-Earnings Ratios? A research Note. *Corporate Reputation Review*, vol. 3, pp. 137-142.

de l'entreprise. Derwall et *al.*⁶³⁷ mettent quant à eux en avant la surperformance boursière des entreprises ayant le meilleur rating environnemental par rapport à celles possédant le rating le plus faible. De très nombreuses études établissent une performance positive de l'ISR tel que Kempf et Osthoff⁶³⁸ ou encore Gompers et *al.*⁶³⁹. Plus récemment, une étude menée par La Financière de l'Echiquier⁶⁴⁰ couvrant une durée de neuf années (2010-2018), affiche une surperformance boursière des entreprises ayant une meilleure note ESG par rapport aux plus mauvaises. Ce résultat tend même à se conforter dans la durée puisque les valeurs dotées d'un score ESG de qualité ont une performance financière 2,3 fois supérieure à celle des entreprises ayant les pires notes. Le critère de gouvernance semble être le vecteur le plus important d'écarts financiers en fonction de sa qualité. Il semble également important de noter que cette étude implique un rééquilibrage annuel des portefeuilles de 2010 à 2015 puis un rééquilibrage trimestriel... Toutefois, il semble qu'une gestion aussi active est l'antonyme de l'investissement responsable de long terme. Des travaux expliquant l'absence de relation entre performance financière et ISR existent (Le Maux et Le Saout⁶⁴¹, Bauer et *al.*⁶⁴²), d'autres articles vont encore plus loin en développant un résultat financier négatif lié à l'ISR (Statman⁶⁴³, Fernandez-Izquierdo et Matallin-Saez⁶⁴⁴). Les différentes théories et études empiriques relatives aux performances de l'ISR ont été recensées par Revelli et Viviani (voir tableau 33). Il est ainsi possible de souligner que les fondements théoriques concernant la performance négative de l'ISR sont au nombre de trois : les coûts externes de la RSE, la réduction de l'univers d'investissement (exclusion des entreprises les moins responsables) ne permet pas une diversification optimale, le filtrage ISR provoque une gestion plus complexe et plus coûteuse car nécessite des frais de recherches importants. Les fondements théoriques de la performance positive de l'ISR sont également au nombre de 3 : l'activisme actionnarial et l'approche des parties prenantes permet de créer de la valeur, l'effet d'apprentissage crée de la valeur à long

⁶³⁷ Derwall, J., Guestner, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *The Financial Analysts Journal*, n° 61, pp. 51-61.

⁶³⁸ Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*, vol. 13, n° 5, pp. 908-922.

⁶³⁹ Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, pp. 107-155.

⁶⁴⁰ La financière de l'échiquier. (2019). *ISR & Performance*.

⁶⁴¹ Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? *Revue Sciences de Gestion*, vol. 44, pp. 51-79.

⁶⁴² Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, vol. 70, pp. 111-124.

⁶⁴³ Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n° 3, pp. 30-39.

⁶⁴⁴ Fernandez-Izquierdo, A., & Matallin-Saez, J. (2008). Performance of Ethical Mutual Funds in Spain : Sacrifice or Premium. *Journal of Business Ethics*, vol. 81, pp. 247-260.

terme, le niveau de RSE élevé est facteur de surperformance. Finalement, les auteurs soulignent que : « De manière générale, l'étude empirique menée permet de conclure que le lien entre ISR et performance financière est difficilement quantifiable, car très influencé par les méthodologies de recherche employées, confortant ainsi la littérature ».

Performance positive de l'ISR	
Fondements théoriques	Validations empiriques
Activisme actionnarial et prise en compte des parties prenantes comme facteur de surperformance (théorie des parties prenantes)	Opler et Sokobin (1995) – Smith (1996) – Hillman et Keim (2001) – Gompers et al. (2003) – Barnett et Salomon (2006) – Core et al. (2006)
Horizon « long terme » comme facteur de surperformance (« effet d'apprentissage »)	Cummings (2000) – Bauer et al. (2005, 2006) – Barnett et Salomon (2006) – Pagès (2006) – Kempf et Osthoff (2007) – Ziegler et al. (2007) – Galema et al. (2008) – Derwall et Koedijk (2009)
Niveau de RSE élevé comme facteur de surperformance (« effet d'information »)	Moskowitz (1972) – Cohen et al. (1997) – Plantinga et Scholtens (2001) – Derwall et al. (2005) – Guenster et al. (2005) – Kempf et Osthoff (2007) – Galema et al. (2008) – Gillet (2008)
Performance négative de l'ISR	
Fondements théoriques	Validations empiriques
Coûts externes de la RSE comme facteur de sousperformance (théorie néolibérale de Friedman)	Vance (1975) – Geczy et al. (2003) – Brammer et al. (2006) – Chong et al. (2006) – Gillet (2008) – Hong et Kacperczyk (2009)
« Moindre diversification » et réduction de l'univers d'investissement comme facteur de sousperformance (théorie moderne du portefeuille)	Girard et al. (2007)
Coûts financiers de l'ISR comme facteurs de sousperformance (coûts de transaction et frais de gestion)	Luther et al. (1992) – Tippet (2001) – Bauer et al. (2005) – Kreander et al. (2005) – Saadaoui (2009)
Caractéristiques endémiques à l'ISR	
Biais de style : orientation sur des portefeuilles ISR sur des actions de petites entreprises « <i>small caps</i> » (« effet de taille ») et sur des titres « <i>value</i> » plutôt que des valeurs de croissance (« <i>Growth Stocks</i> ») afin d'éviter des secteurs d'activité tels l'armement ou les nouvelles technologies	Luther et al. (1992) – Luther et Matatko (1994) – Gregory et al. (1997) – Statman (2000) – Schröder (2004) – Miglietta (2005) – Scholtens (2005) – Bauer et al. (2006)

Tableau 33 : Fondements théoriques et validations empiriques de la performance financière de l'ISR. Source : Revelli et Viviani⁶⁴⁵

Les difficultés auxquelles se sont heurtées ces nombreuses études tiennent aux nombreux biais d'échantillonnage (taille des entreprises, durée de détention, secteur *et cetera desunt*). Chegut, Schenk et Scholtens⁶⁴⁶ suggèrent que cinq points fondamentaux entachent une grande partie de la littérature empirique :

⁶⁴⁵ Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2011). Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique. *Management et Avenir*, n° 44, pp. 34,59.

⁶⁴⁶ Chegut, A., Schenk, H., & Scholtens, B. (2011). Assessing SRI Fund Performance Research : Best Practices in Empirical Analysis. *Sustainable Development*, vol. 19, n° 2, pp. 77-94.

- 1) La qualité des données.
- 2) Vérification de la responsabilité sociale.
- 3) Biais de survie.
- 4) Benchmark sélectionné.
- 5) Contrôles de sensibilité et de robustesse sélectionnés.

En outre, et comme le suggère Hart et Ahuja⁶⁴⁷, le caractère évolutif des concepts extra-financiers est un frein pour l'extrapolation et la généralisation des résultats passés. Margolis et Elfenbein vont dans ce sens en indiquant que les résultats sont difficiles à interpréter car les mesures de responsabilité divergent. En fait, l'article de Luther et *al.*⁶⁴⁸ en 1992 ou encore l'étude *Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business*⁶⁴⁹ datant de 2003 concluaient déjà que la relation entre qualité de politique RSE et performance financière semble difficile à établir.

Une partie de la littérature semble toutefois indiquer que l'intégration d'un filtrage négatif réduit les performances tout en augmentant le risque. L'explication principale avancée est un coût d'opportunité, dans la mesure où les investisseurs intégrant ce filtrage doivent renoncer à investir dans certaines sociétés potentiellement rentables pour cause d'exclusion liée au filtrage négatif^{650 651}. S'agissant du risque, celui-ci est essentiellement considéré sur la base de la théorie moderne du portefeuille. L'originalité de la présente recherche est de ne pas s'appuyer sur les hypothèses traditionnelles (voir chapitre 2). Nous apprécions le risque au regard de la définition proposée par les investisseurs dans la valeur, c'est-à-dire le risque de perte durable ou permanente de capital en fonction d'un horizon d'investissement (≥ 5 ans). La volatilité est le risque du spéculateur à court terme, pas de l'investisseur avec un horizon d'investissement long.

Toutefois, de récentes études indiquent que les deux critères extra-financiers retenus ici, c'est-à-dire controverse et carbone, peuvent avoir des impacts sur les performances financières et/ou boursières. Une large partie de la littérature considère le critère de controverse au niveau sectoriel, c'est-à-dire les entreprises de la défense, du tabac, de l'alcool, des jeux d'argent.

⁶⁴⁷ Hart, S. L., & Ahuja, G. (1996). « Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance. *Business Strategy & the Environment*, n° 5, pp. 30-37.

⁶⁴⁸ Luther, R., Matatko, J., & Corner, D. (1992). The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 5, n° 4, pp. 57-70.

⁶⁴⁹ Margolis, J., & Walsh, J. (2003). *Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business*. *Administrative Science Quarterly*, vol. 48, pp. 268-305.

⁶⁵⁰ Adler, T., & Kritzman, M. (2008). The Cost of Socially Responsible Investing. *Journal of Portfolio Management*, vol. 35, pp. 52-56.

⁶⁵¹ Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility, *Financial Analysts Journal*, vol. 65 n° 4, pp. 33-46.

Certaines de ces études soulignent les solides performances boursières de ces entreprises. Hong et Kacperczyk⁶⁵² soulignent alors que les actions « pécheresses » américaines liées aux secteurs de l'alcool, du tabac ou des jeux d'argent, ont des rendements attendus plus élevés que les actions comparables pour la période 1976-2003. L'explication avancée est que ces entreprises sont négligées par les investisseurs contraints à des normes sociales et par les analystes, tandis que les fonds communs de placement et les fonds spéculatifs jouent le rôle de l'arbitragiste. Le critère de controverse peut toutefois évoluer et ne pas simplement consister à écarter de l'univers d'investissement les secteurs potentiellement controversés mais intégrer un indicateur quantitatif de notation controverse pour l'ensemble des entreprises de l'univers d'investissement. En ce sens, une récente étude de De Franco⁶⁵³ couvrant la période 2010-2018 observe que les entreprises faiblement controversées et/ou non controversées surperforment de manière significative les entreprises fortement controversées en Europe. Les résultats sont similaires pour les entreprises américaines et d'Asie-Pacifique, sur la même période.

S'agissant du critère carbone, la littérature affiche des résultats contradictoires concernant la relation entre la performance financière et la performance environnementale. Les raisons de ces divergences sont à la fois théoriques et empiriques. La première explication suit un raisonnement logique, dans le sens où l'absence de critères objectifs pour évaluer les performances environnementales rend la comparabilité des études difficiles et les liens de causalités fragmentaires. L'hypothèse de compromis est sans doute une des premières hypothèses concernant la relation entre performance environnementale et performance financière. Levitt⁶⁵⁴ avance que l'engagement environnemental de la part de l'entreprise nécessite des investissements financiers, qui ne sont pas compensés entièrement. Bragdon et Marlin⁶⁵⁵ opposent le choix entre investir dans une entreprise rentable ou dans une entreprise responsable. Ces remarques suivent le raisonnement de Friedman⁶⁵⁶ qui indique que la responsabilité sociale de l'entreprise consiste à augmenter ses profits. McWilliams et Siegel⁶⁵⁷ suggèrent d'intégrer l'aspect coûts-avantages afin de synthétiser les intérêts des actionnaires et

⁶⁵² Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The Price of Sin : The Effect of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 93, n° 1, pp. 15-36.

⁶⁵³ De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.

⁶⁵⁴ Levitt, T. (1958). The Dangers of Social-Responsibility. *Harvard Business Review*. vol. 36, n° 5, pp. 41-50

⁶⁵⁵ Bragdon, H. J., & Marlin, T. J. (1972). Is Pollution Profitable ?. *Risk Management*, vol. 19, pp. 9-18.

⁶⁵⁶ Friedman, M. (1970). The Social Responsibility if Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.

⁶⁵⁷ McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility : A theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, vol. 26, n° 1, pp. 117-127.

ceux des autres parties prenantes. Les auteurs proposent d'établir un investissement optimal dans l'engagement environnemental, permettant de combiner performance financière pour les actionnaires et réponse aux revendications des parties prenantes. Toutefois, les entreprises suivant ce procédé ne présentent pas de rentabilité supérieure à celles ne prenant pas en compte les revendications des parties prenantes. Buysse, Verbeke⁶⁵⁸ estiment que si l'engagement environnemental d'une entreprise peut sembler économiquement irrationnel et semblable à une attitude altruiste, il est important dans le dessein de répondre aux attentes des parties prenantes et ainsi obtenir des avantages financiers. Hang, Geyer-Klingeborg et Rathgeber⁶⁵⁹ évoquent une plus grande fidélisation des clients, des relations d'approvisionnement améliorées, une meilleure réputation, une différenciation des produits et le développement d'un *pricing power*⁶⁶⁰. Bush et Lewandowski⁶⁶¹ ont analysé 32 études empiriques couvrant ainsi 101 775 observations. Les résultats obtenus suggèrent que les performances financières (comptable / boursière) des entreprises sont positivement liées aux performances carbone mesurées par les émissions relatives. L'explication de la performance comptable peut être mise en relation avec le concept d'éco-efficacité, en vertu duquel l'amélioration des processus organisationnels aide les entreprises à réduire leurs coûts opérationnels liés à la consommation de ressources et d'énergie. Le concept d'éco-efficacité peut alors entraîner des gains par la réduction des coûts d'exploitation. L'explication de la relation positive entre performance environnementale et performance boursière peut quant à elle trouver sa source dans le comportement des investisseurs. En effet, Griffin, Lont et Sun⁶⁶² indiquaient dès 2016 que les investisseurs semblent appliquer une décote d'évaluation aux entreprises en fonction des émissions de carbone. Finalement, le lien entre performance environnementale et performance boursière semble s'accroître en corrélation du changement paradigmatique et commercial du secteur financier. Le développement de l'investissement responsable ne semble pas être étranger à ce phénomène puisque les résultats des différentes recherches tendent à trouver une relation positive entre le financier et l'environnemental.

⁶⁵⁸ Buysse, K., & Verbeke, A. (2003). Proactive Environmental Strategies : A Stakeholder Management Perspective. *Strategic Management Journal*, vol. 24, n° 5, pp. 453-470.

⁶⁵⁹ Hang, M., Geyer-Klingeborg, J., & Rathgeber, A. (2018). It is Merely a Matter of Time: A Meta-Analysis of the Causality between Environmental Performance and Financial Performance. *Business Strategy and the Environment*, vol. 28, n° 2, pp. 257-273.

⁶⁶⁰ Le *pricing power* désigne la capacité d'une entreprise à augmenter ses prix sans que cela n'affecte la demande de ses clients.

⁶⁶¹ Busch, T., & Lewandowski, S. (2017). Corporate Carbon and Financial Performance: A Meta-analysis. *Journal of Industrial Ecology*, vol. 22, pp. 1-15.

⁶⁶² Griffin, P. A., Lont, D. H., & Sun, E. Y. (2016). The Relevance to Investors of Greenhouse Gas Emission Disclosures. University of California.

Le sujet n'est pas la recherche de performance par la prise en compte de critères extra-financiers (ce qui serait de fait le style de gestion propre comme l'expliquent De Bayser et Brafman⁶⁶³). La recherche ne s'inscrit pas non plus dans la continuité des propositions de De Brito⁶⁶⁴, qui propose deux types d'ISR :

- ISR éthique : les investisseurs qui font prévaloir leurs idéaux extra-financiers sur la performance financière.
- ISR financier : les investisseurs qui recherchent de la performance financière par le biais de critères extra-financiers.

L'objectif est de concilier dans le même portefeuille performance financière et extra-financière, par l'intégration d'un filtrage négatif (exclusion) pour un portefeuille *Value-Quality*. Nous considérons également que les critères financiers offrent une performance extra-financière par la non-participation au mécanisme de rétroaction positive (bulle spéculative, krach boursier) ainsi que par l'évitement des impacts négatifs (pour les entreprises et leurs parties prenantes) des valorisations déconnectées des fondamentaux financiers (voir chapitre 1). Cependant, la quantification de ce critère de responsabilité semble complexe à intégrer.

L'état actuel de l'art et l'absence d'étude combinant la gestion *Value-Quality* et l'exclusion négative ne nous permettent pas de postuler une position claire et précise exprimant un consensus. Toutefois, les divers tests empiriques enquêtant individuellement sur une stratégie *Value-Quality*, l'exclusion des entreprises controversées et la relation positive CO2 et performance financière, nous permettent de poser l'hypothèse suivante :

Hypothèse 3 : Un portefeuille associant stratégie Value-Quality et filtrage négatif extra-financier surperforme son univers d'investissement.

La recherche est structurée en trois temps. Tout d'abord, nous présentons la méthodologie utilisée, en y intégrant le choix des variables sélectionnées ainsi que l'échantillon retenu. Ensuite, nous présentons les résultats de l'étude par le moyen d'une analyse descriptive et d'une analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées. Finalement, nous discutons des résultats obtenus et concluons.

⁶⁶³ De Bayser, X., & Brafman, L. (2006). L'ISR est-il un style ? *Revue d'économie financière*, vol. 85, pp. 257-261.

⁶⁶⁴ De Brito, C. (2006). ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? Dans *Association d'Economie Financière, L'investissement socialement responsable* (p. 151). *Revue d'Economie Financière*.

§ 2 Présentation de la méthodologie

Ce paragraphe est composé d'une présentation du choix des variables, ainsi que de l'échantillon retenu et de la méthodologie utilisée.

A. Choix des variables

Les variables sélectionnées pour l'analyse sont les suivantes :

- Price to cash Cash-Flow (P/CF)
- Return On Invested Capital (ROIC)
- Capitalisation
- Controverse (oui ou non)
- Score CO2

Le choix de ces variables résulte de leurs présences dans la littérature académique. En effet, le choix des variables P/CF et ROIC est justifié par notre sujet de recherche traitant d'un portefeuille *Value-Quality*. La théorie de l'investissement dans la valeur stipule que les entreprises faiblement valorisées surperforment à long terme les entreprises fortement valorisées (Basu⁶⁶⁵, Lakonishok et al.⁶⁶⁶, Athanassakos⁶⁶⁷). Le choix du ratio de valorisation P/CF résulte du fait qu'il est moins manipulable que le PER et plus consensuel dans son calcul que le P/B. La sélection du ratio de qualité ROIC est motivée par son utilisation fréquente dans les études antérieures portant sur la stratégie *Value-Quality*. Si son utilisation seule ne permet pas d'expliquer la performance d'un portefeuille, elle permet d'éviter les *value-trap* ou pièges de valeurs (Novy-Marx⁶⁶⁸, Greenblatt⁶⁶⁹). L'analyse de la taille de capitalisation est encouragée par la présence d'un débat sur le lien entre taille de capitalisation et performance boursière. La variable controverse découle de la réflexion conduite précédemment et du dessein de construire un portefeuille d'investissement excluant les entreprises les plus controversées. De plus, De Franco⁶⁷⁰ souligne l'existence d'un écart de performance entre entreprises controversées et non

⁶⁶⁵ Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios : A test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 3, pp. 663-682.

⁶⁶⁶ Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.

⁶⁶⁷ Athanassakos, G. (2011). Do Value Investors Add Value? *Journal of Investing*, vol. 20, n° 2, pp. 86-100.

⁶⁶⁸ Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

⁶⁶⁹ Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

⁶⁷⁰ De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.

controversées⁶⁷¹. La variable score émission CO2 est motivée par notre sujet propre ainsi que par le débat actuel sur la rentabilité des entreprises les plus émettrices de CO2. Il s'agit d'un critère d'exclusion devant permettre au portefeuille de faire preuve de matérialité climatique.

B. Echantillon et méthodologie

Cette étude utilise l'univers d'investissement WSCOPEFR (*Refinitiv Eikon Datastream*), ce qui signifie que l'échantillon est composé des entreprises françaises présentes sur les marchés pendant la période étudiée. Toutefois, ne sont conservées dans l'échantillon que les entreprises dont les données financières et extra-financières sont disponibles. L'étendue de l'échantillonnage final se trouve dans le tableau 34. Cet échantillonnage sera alors appelé « Univers », pour univers d'investissement. La faible profondeur de l'échantillon découle du fait que les petites et moyennes capitalisations sont moins couvertes au niveau de l'analyse extra-financière que les grandes capitalisations. Pour constituer le portefeuille *Value-Quality* + Extra-Financier (VQEF), les données financières et extra-financières utilisées sont issues de la base de données *Refinitiv Eikon Datastream*. Le filtrage négatif utilise le score TRESGENERS⁶⁷² pour le critère CO2 et les résultats binaires (oui/non) SOCOO10V⁶⁷³ pour l'indicateur controversé. S'agissant des données financières, nous utilisons WC09604 pour le Prix sur Cash-Flow (P/CF) et WC08376 pour le retour sur capital investi (ROIC). Ce portefeuille pourra ainsi être caractérisé de *Value-Quality* Extra-Financier (VQEF). Les composantes du portefeuille VQEF sont présentées en annexe 15.

⁶⁷¹ De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.

⁶⁷² Le score d'émissions mesure l'engagement et l'efficacité d'une entreprise à réduire les émissions environnementales dans les processus de production et d'exploitation.

⁶⁷³ L'entreprise est-elle sous le feu des projecteurs des médias à cause d'une polémique liée aux pots-de-vin et à la corruption, aux contributions politiques, au lobbying abusif, blanchiment d'argent, importations parallèles ou fraude fiscale ?

Année	Univers d'investissement
2009	84
2010	87
2011	87
2012	85
2013	86
2014	88
2015	92
2016	94
2017	105
2018	142

Tableau 34 : Nombre d'entreprises de l'échantillon pour chaque année de l'étude

Afin de tester l'hypothèse H3, nous classons annuellement (dernier jour ouvré) les entreprises de l'échantillon en fonction du meilleur couple P/CF faible et ROIC élevé sur la base des données de l'année écoulée. Le filtrage négatif CO2 exclut annuellement les 20% d'entreprises de l'échantillon avec le score CO2 le plus bas (le choix de 20% d'exclusion découle des recommandations du label ISR). Le portefeuille *Value-Quality* + Extra-Financier (VQEF) est alors constitué sur la base du meilleur couple P/CF + ROIC excluant les 20% d'entreprises avec la plus faible notation CO2 et les entreprises controversées. Ce portefeuille est rééquilibré et équipondéré annuellement. Le portefeuille est refaçoné chaque année de décembre 2009 à décembre 2019. L'étude s'appuie sur une analyse longitudinale, comme conseillée par Orlitzky, Schmidt, et Rynes⁶⁷⁴ dans le cadre d'analyse de l'impact financier de la prise en compte de critères extra-financiers.

Le filtrage extra-financier nous permet d'exclure un pourcentage important de sociétés sur lesquelles nous pouvons investir. Le Label ISR exige un minimum de 20% d'exclusion, la méthodologie mise en œuvre permettant une exclusion moyenne de 37,66% (voir tableau 35).

⁶⁷⁴ Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*, vol. 24, n° 3, pp. 403-441.

Année	Exclusion moyenne
2010	35,71%
2011	39,08%
2012	41,38%
2013	43,53%
2014	36,04%
2015	38,64%
2016	29,35%
2017	37,23%
2018	39,05%
2019	36,62%

Tableau 35 : Exclusion moyenne résultant de la méthodologie mise en oeuvre

Les rendements du portefeuille VQEF sont comparés à ceux de son univers d'investissement. Il est important de noter que les dividendes ont également été collectés et les versements ont été inclus dans l'analyse de la performance du portefeuille et de son univers d'investissement. Les rendements ont été calculés sur différentes périodes de détention (1 an, 5 ans, 10 ans) afin de permettre une analyse plus approfondie des performances.

La méthodologie de cette étude suit de la même manière celle développée dans le chapitre 2. Dans le dessein de savoir s'il existe des différences au niveau de la rentabilité entre le *Value-Quality* + Extra-financier et l'univers d'investissement, ce sont d'abord des comparaisons de *track-records*⁶⁷⁵ qui ont été effectuées, puis des tests statistiques bivariés paramétriques (Student) et non paramétriques (Wilcoxon) en fonction des différents horizons d'investissement. Les tests statistiques ont été réalisés grâce au logiciel SPSS.

L'analyse explicative suivra la méthodologie développée dans le chapitre 2. En ce sens, elle consistera à étudier les résultats obtenus par le moyen du ratio de Sharpe. En outre, nous effectuerons un *back-testing* pour une stratégie *Value-Quality* seule, une stratégie *Value-Quality* intégrant seulement l'exclusion CO2, une stratégie *Value-Quality* intégrant seulement l'exclusion controversée. Le *back-testing* de ces trois portefeuilles, devra permettre de mesurer l'impact à long terme (10 ans) de l'intégration de chaque critère extra-financier. L'étude des ratios de Sharpe du portefeuille *Value-Quality* + Extra-Financier (VQEF) et de l'univers

⁶⁷⁵ Le track-record désigne ici l'historique de performance d'un portefeuille.

d'investissement sera effectuée en fonction des périodes 5 et 10 ans. Ces deux périodes d'investissement doivent permettre d'appréhender les résultats afin d'éviter qu'ils ne soient influencés par des effets de mode, mais aussi afin de permettre d'analyser la cohérence d'une stratégie d'investissement menée de façon disciplinée dans le temps. Cependant, il convient de noter que notre étude ne couvre pas de crise spéculative et ou boursière, ce qui limite la portée de nos résultats.

Le ratio de Sharpe est calculé en prenant en compte un taux sans risque de 1,5%. Ce choix résulte de l'observation du rendement médian de l'obligation d'Etat Français (OAT 10 ans) durant la période de l'étude.

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{(\text{Rendement du Portfeuille} - \text{taux sans risque})}{\text{Déviation standard du portefeuille}}$$

$$\text{Ratio de Sortino} = \frac{(\text{Rendement du Portfeuille} - \text{taux sans risque})}{\text{Déviation à la baisse du portefeuille}}$$

§ 3 Présentation des résultats et analyse

Cette section s'organise en deux temps. Le premier se concentre sur l'analyse descriptive des résultats de l'étude longitudinale. Le deuxième est constitué d'une analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées.

A. Analyse descriptive

Le tableau 36 présente les rendements annualisés du portefeuille VQEF et de son univers d'investissement pour les périodes de 1 année sur l'ensemble de l'étude longitudinale, ainsi que les résultats du test de Student sur la base des dix périodes (tests de normalité en annexe 16). L'observation du tableau 36 ne permet pas d'établir de différence statistiquement significative pour les périodes d'une année. Le portefeuille VQEF surperforme 6 années sur 10. Nous pouvons toutefois observer que l'écart de rendement annualisé sur la période globale de l'étude (2009-2019) est de +1,85% en faveur de VQEF.

	VQEF		Univers
<i>Périodes 1 an</i>	Rdt annualisé		Rdt annualisé
2010	22,64%		15,58%
2011	-23,17%		-18,42%
2012	26,12%		23,80%
2013	33,37%		33,49%
2014	4,73%		5,13%
2015	22,50%		13,91%
2016	13,51%		8,49%
2017	24,94%		21,14%
2018	-11,36%		-14,64%
2019	20,19%		24,20%
2009-2019	11,88%		10,03%
Ensemble des périodes 1 an	Moyenne	T de Student	Moyenne
	13,21%	-1,4191	11,15%

Tableau 36 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) et test de Student du portefeuille VQEF et de l'univers pour les périodes 1 an

Le tableau 37 présente les rendements annualisés du portefeuille VQEF et de son univers d'investissement pour les périodes de 5 années, ainsi que les résultats du test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney (tests de normalité en annexe 16). Nous pouvons ainsi observer que l'ensemble des périodes de 5 années révèlent une surperformance du portefeuille VQEF sur l'univers d'investissement. Le portefeuille VQEF surperforme l'univers d'investissement de manière significative au seuil de 5% pour l'ensemble des périodes de 5 années.

	VQEF		Univers
<i>Périodes 5 ans</i>	Rdt annualisé	T de Student	Rdt annualisé
2009-2014	10,67%	-0,426	10,37%
2010-2015	10,64%	-0,516	10,05%
2011-2016	19,62%	-1,825	16,51%
2012-2017	19,40%	-2,009	16,01%
2013-2018	10,03%	-2,800**	6,08%
2014-2019	13,10%	-1,622	9,68%
Ensemble des périodes 5 ans	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne
	13,91%	-2,201**	11,45%

Tableau 37 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) et tests statistiques bivariés du portefeuille VQEF et de l'univers pour les périodes 5 ans⁶⁷⁶

⁶⁷⁶ Les symboles ***, ** et * montrent la significativité des tests respectivement à 1%, 5% et 10%.

B. Analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées

Le tableau 38 présente les ratios de Sharpe pour les périodes de cinq et dix années, ainsi que le résultat du test statistique de Wilcoxon Mann-Whitney pour le portefeuille VQEF et l'univers d'investissement sur la base de l'ensemble des périodes de 5 années. Nous pouvons observer que le portefeuille VQEF affiche une faible capacité à générer un couple rendement / risque supérieur à son univers d'investissement. Le résultat issu du test non paramétrique de Wilcoxon Mann-Whitney est basé sur l'ensemble des périodes de 5 années. Il s'agit ici d'examiner la persistance sur le long terme du couple rendement / risque du portefeuille et de l'univers d'investissement. Les résultats obtenus ne permettent pas d'établir un écart significatif entre les ratios de Sharpe du portefeuille VQEF et ceux de l'univers d'investissement. Statistiquement, il ne semble pas exister de différence significative entre le couple rendement / risque du portefeuille VQEF et l'univers d'investissement. Il est cependant possible d'indiquer que l'écart du ratio de Sharpe sur l'ensemble de l'étude est de 0,16 en faveur du portefeuille VQEF. Il convient toutefois de relativiser ces résultats par le fait que la volatilité intègre les évolutions à la hausse. L'absence de périodes négatives ne permet pas de développer une analyse par la perte maximale à horizon cinq ans ou encore par le ratio de Sortino.

	VQEF		Univers
Périodes 5 ans			
2009-2014	0,40		0,45
2010-2015	0,40		0,43
2011-2016	1,62		1,29
2012-2017	1,63		1,28
2013-2018	0,58		0,34
2014-2019	0,79		0,53
Shapiro Wilk	0,527		0,017
Ensemble des périodes 5 ans	Moyenne	Wilcoxon	Moyenne
	0,90	-1,153	0,72
Période 10 ans			
2009-2019	0,57		0,51

Tableau 38 : Ratio de Sharpe et test de Wilcoxon Mann-Whitney pour les périodes 5 ans

Le tableau 39 présente les variables explicatives du portefeuille VQEF et de son univers d'investissement. Nous pouvons constater que le portefeuille VQEF présente une meilleure performance extra-financière que son univers d'investissement. En outre, le portefeuille VQEF affiche un meilleur couple valorisation faible et rentabilité élevée. Le P/CF moyen du

portefeuille est de 8,33 contre 8,97 pour l'univers d'investissement. Le ROIC moyen du portefeuille est de 8,65 contre 6,43 pour l'univers d'investissement. Le portefeuille VQEF affiche une capitalisation moyenne de plus de 7,5 milliards d'euros contre légèrement moins de 7 milliards d'euros pour l'univers d'investissement.

Années	Controverse (%)	Score CO2	PCF	ROIC	Capitalisation (M€)
VQEF					
2010	0,00	79,94	8,07	7,55	7 070 330,50 €
2011	0,00	80,03	7,86	9,49	6 967 921,00 €
2012	0,00	83,66	5,27	8,19	6 360 908,00 €
2013	0,00	81,53	7,91	7,99	6 517 740,00 €
2014	0,00	81,06	11,63	10,26	8 001 691,00 €
2015	0,00	83,26	9,88	9,06	8 354 291,50 €
2016	0,00	87,84	10,05	9,20	11 563 073,50 €
2017	0,00	90,13	8,38	7,67	9 268 791,00 €
2018	0,00	91,31	9,19	8,72	8 922 913,50 €
2019	0,00	84,28	5,07	8,37	2 594 398,00 €
Moyenne	0,00	84,30	8,33	8,65	7 562 205,80 €
Médiane	0,00	83,66	8,33	8,65	7 562 205,80 €
Univers					
2010	15,47	79,29	7,58	5,55	5 520 191,00 €
2011	19,54	78,13	7,83	7,41	6 445 142,00 €
2012	24,14	79,90	6,66	6,82	4 850 385,00 €
2013	24,71	81,75	8,23	6,73	5 337 380,00 €
2014	15,91	81,46	10,52	6,47	7 544 219,50 €
2015	20,45	84,34	9,79	5,41	8 056 683,00 €
2016	10,87	86,77	10,22	5,98	9 116 270,50 €
2017	19,15	89,44	10,02	6,78	8 532 052,50 €
2018	20,00	88,46	10,77	6,86	8 937 235,00 €
2019	17,61	82,54	8,10	6,31	4 535 724,00 €
Moyenne	18,79	83,21	8,97	6,43	6 887 528,25 €
Médiane	19,15	82,54	8,97	6,47	6 887 528,25 €

Tableau 39 : Variables explicatives du portefeuille VQEF et de l'univers d'investissement

La figure 54 affiche l'évolution des encours des trois portefeuilles VQ, VQ + CO2, VQ + controverse. Le tableau 40 présente les performances et les performances ajustées à la volatilité (ratio de Sharpe) pour l'ensemble de l'étude longitudinale. L'exclusion des entreprises avec une faible notation CO2 ne semble pas être en mesure d'expliquer l'écart de rendement entre VQEF et son univers d'investissement. En effet, le portefeuille VQ + CO2 sous-performe le portefeuille VQ seul (écart du rendement annualisé de l'ordre de -1,41%). Il semblerait alors qu'il existe un coût financier à exclure les entreprises en fonction de la notation carbone. Les résultats suivent les constatations de Bolton et Kacperczyk⁶⁷⁷, qui soulignent que les actions américaines ayant des émissions totales de CO2 plus élevées génèrent des rendements plus élevés. Au contraire, le portefeuille VQEF + controverse surperforme (écart du rendement annualisé de l'ordre de +0,12%) le portefeuille VQ seul. La différence de performance entre les deux portefeuilles est faible mais suit les observations de De Franco⁶⁷⁸. En effet, les entreprises faiblement controversées et/ou non controversées ont tendance à surperformer les entreprises fortement controversées. La faiblesse des écarts de performances ne permet toutefois pas d'établir pleinement un lien entre controverse et performance.

L'écart de taille de capitalisation entre le portefeuille VQEF et l'univers est faible (VQEF 7 562 M€, univers 6 887 M€) et ne semble pas pouvoir permettre d'expliquer la différence de performance entre VQEF et son univers. Une explication plausible réside toutefois dans les composantes de l'échantillon. En effet, les entreprises le composant nécessitent une couverture extra-financière, ce qui exclut une large partie des petites et moyennes capitalisations. L'intérêt d'une stratégie *Value-Quality* peut alors être freiné par le fait que les valorisations des grandes capitalisations présentent moins d'inefficacité de par la forte couverture des analystes financiers. C'est d'ailleurs ce que considère Klarman⁶⁷⁹ ou encore Brandes en indiquant :

« Les actions à petite capitalisation, parce qu'elles ont tendance à attirer moins de couverture des analystes, peuvent être des cibles idéales pour les investisseurs de valeur diligents. Le manque d'attention accordée à ces petites entreprises à travers le monde peut créer des

⁶⁷⁷ Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2020). Do Investors Care about Carbon Risk ?. Finance Working Paper, n° 711/2020.

⁶⁷⁸ De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. The Journal of Investing, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.

⁶⁷⁹ Klarman, S. (1991). Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor. Harper Collins.

*opportunités pour les investisseurs de valeur d'identifier et de capitaliser sur les inefficacités de tarification*⁶⁸⁰. »

Finalement, le portefeuille *Value-Quality* + Extra-Financier surperforme à horizon dix ans son indice de référence, que ce soit au niveau extra-financier ou financier. Si l'explication de la surperformance financière réside essentiellement dans la stratégie de gestion (faible valorisation et rentabilité élevée), l'exclusion des entreprises controversées semble être une source de performance financière. Le filtrage par le moyen de l'exclusion des entreprises disposant d'une faible notation CO2 semble quant à lui affaiblir la performance, sans pour autant rendre la stratégie générale de gestion sous-performante par rapport à son indice de référence.

⁶⁸⁰ Brandes, C. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill. p. 103.

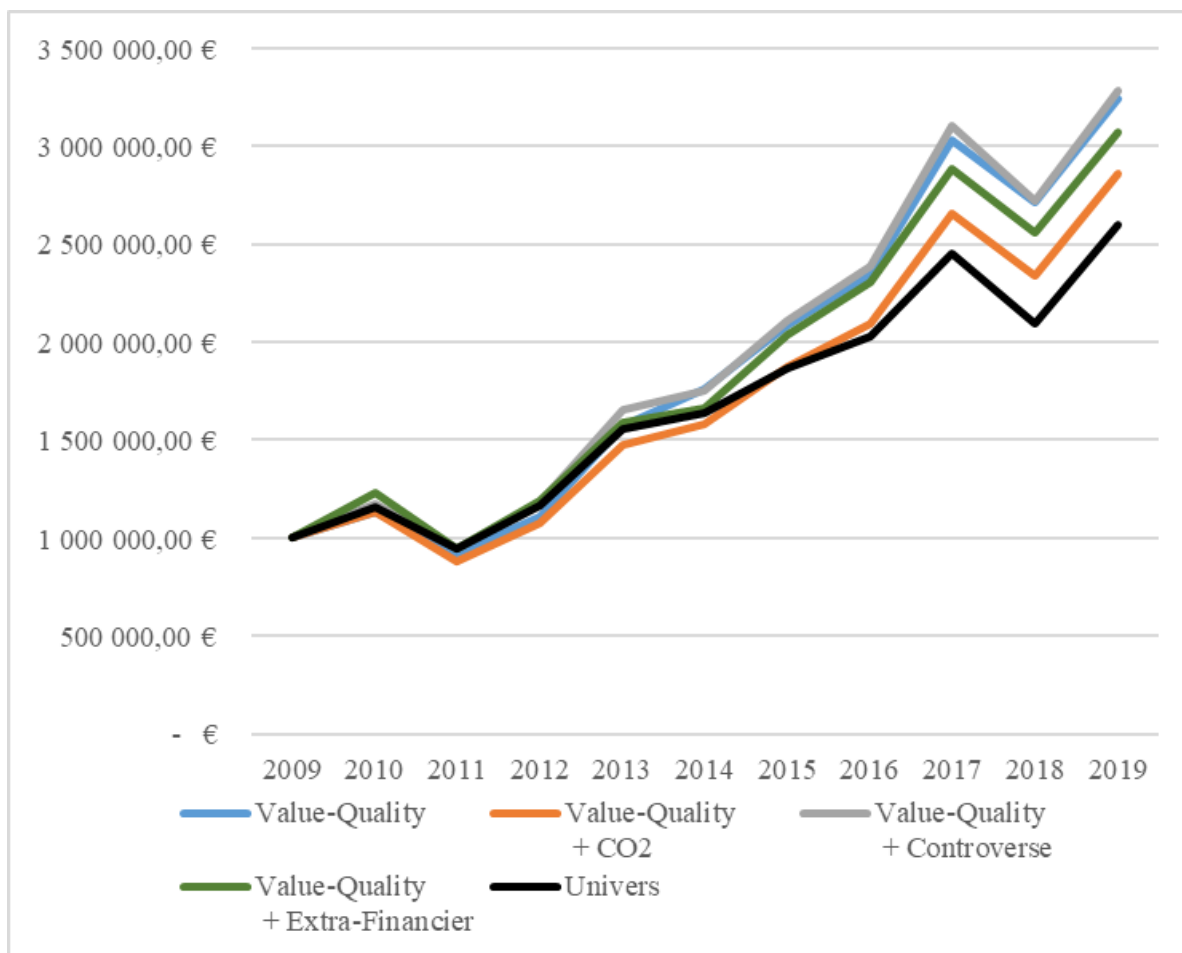


Figure 54 : Évolution des cinq portefeuilles pour la période 2009-2019. France,

	Value-Quality		Value-Quality + CO2		Value-Quality + Controverse	
Année	Encours	Performance	Encours	Performance	Encours	Performance
2009	1 000 000,00 €		1 000 000,00 €		1 000 000,00 €	
2010	1 133 147,43 €	13,31%	1 128 539,26 €	12,85%	1 175 509,66 €	17,55%
2011	921 609,92 €	-18,67%	876 626,54 €	-22,32%	942 863,28 €	-19,79%
2012	1 105 427,60 €	19,95%	1 071 698,92 €	22,25%	1 178 701,18 €	25,01%
2013	1 569 290,69 €	41,96%	1 475 438,26 €	37,67%	1 651 573,89 €	40,12%
2014	1 760 149,46 €	12,16%	1 578 375,79 €	6,98%	1 750 548,89 €	5,99%
2015	2 089 086,98 €	18,69%	1 871 259,32 €	18,56%	2 113 118,97 €	20,71%
2016	2 343 265,67 €	12,17%	2 091 475,20 €	11,77%	2 386 438,41 €	12,93%
2017	3 030 300,98 €	29,32%	2 655 802,74 €	26,98%	3 099 202,34 €	29,87%
2018	2 711 802,64 €	-10,51%	2 334 635,78 €	-12,09%	2 719 612,74 €	-12,25%
2019	3 245 071,14 €	19,66%	2 859 827,06 €	22,50%	3 280 826,86 €	20,64%
Rendement annualisée	12,49%		11,08%		12,62%	
Ratio de Sharpe	0,63		0,53		0,60	

Tableau 40: Performances annualisées et ratio de Sharpe (2009-2019) du portefeuille Value-Quality et des portefeuilles Value-Quality intégrant un critère extra-financier.

§ 4 Discussion et conclusion

Dans cette section, nous avons examiné l'écart de performance financière entre une stratégie *Value-Quality* intégrant des critères extra-financiers (controverse, émissions CO2) et son univers d'investissement. Notre étude indique que cette stratégie de gestion a tendance à légèrement surperformer l'univers d'investissement, notamment à horizon cinq et dix ans. Ce que signifiaient déjà Bauer, Derwall et Otten⁶⁸¹. L'écart de rendement annualisé est de 1,85% en faveur de VQEF. En partant d'un capital de 1 million d'euros, l'écart à 10 ans est de 472 251,58€, ce qui peut être considéré comme important en comparaison au capital de départ (l'écart final à 10 ans représente plus de 47% du capital de départ). **L'étude permet de considérer que l'hypothèse 3 selon laquelle une stratégie associant *Value-Quality* et filtrage négatif extra-financier surperforme son univers d'investissement n'est pas infirmée.**

L'explication principale justifiant la différence de performances financières entre le portefeuille *Value-Quality* + Extra-Financier est vraisemblablement à trouver dans la typologie de gestion de portefeuille. L'étude effectuée dans le chapitre 2 affiche la surperformance financière d'une stratégie de sélection d'entreprises faiblement valorisées et rentables. Ces observations suivent les résultats obtenus par Greenblatt⁶⁸² (de 1988-2004 sur le S&P 500), Davydov, Tikkanen et Äijö⁶⁸³ (de 1991-2013 en Finlande) ou encore Gustavsson et Strömberg⁶⁸⁴ (de 2007-2017 en Suède). En outre, nous constatons que l'exclusion des entreprises controversées permet de renforcer légèrement cet écart de performance. Ces constatations enrichissent les résultats de De Franco⁶⁸⁵. Les résultats montrent cependant que l'exclusion de 20% des entreprises les moins bien notées sur le plan CO2 semble réduire la performance financière, sans toutefois remettre en question la surperformance financière de la stratégie *Value-Quality*.

Du reste, il convient de noter que la technique d'exclusion mise en œuvre, fondée sur deux variables (controverse et notation CO2), permet d'éliminer en moyenne 37,66% des entreprises de l'univers d'investissement (norme label ISR = 20%). Ce qui signifie que ces deux facteurs

⁶⁸¹ Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The Ethical Mutual Fund Performance Debate : New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, vol. 70, pp. 111-124.

⁶⁸² Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

⁶⁸³ Davydov, D., Tikkanen, J., & Äijö, J. (2016). Magic Formula vs. Traditional Value Investment Strategies in the Finnish Stock Market. *Nordic Journal of Business*, vol. 65, pp. 38-54.

⁶⁸⁴ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market. Lund University School of Economics and Management.

⁶⁸⁵ De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.

ont une matérialité importante pour l'investisseur cherchant de la responsabilité. Ces résultats soulèvent alors la question de la matérialité des techniques intégrant des dizaines ou des centaines de facteurs. Cela laisse supposer que la matérialité d'une technique plus large est complexe à trouver, faute de quoi il ne restera plus assez d'entreprises pour constituer un portefeuille. En partant du principe qu'un facteur extra-financier pleinement intégré exclut en moyenne 18,83% des entreprises de l'univers d'investissement, cinq facteurs peuvent exclure 94,16% de l'univers. Cette réflexion rejoint les résultats de l'étude effectuée dans la section précédente : une méthodologie extra-financière trop large ne permet pas de faire preuve de matérialité et/ou d'impact réel. Comme le disait Kant, « L'apparence requiert art et finesse ; la vérité, calme et simplicité ».

Toutefois, il semble nécessaire de nuancer les résultats obtenus au regard de certaines limites de méthode. La première étant la faible profondeur des données impliquant l'impossibilité de bénéficier d'un univers d'investissement large. De plus, notre recherche s'attache uniquement à l'analyse d'une stratégie *Value-Quality*. Les résultats peuvent donc différer en fonction d'autres stratégies de gestion. Une étude basée sur le seul critère « valeur » ou le seul critère « qualité » pourrait conduire à des résultats différents, tout comme une étude utilisant une stratégie de gestion « croissance » ou « indicielle ». En outre, la technique d'exclusion est inédite et découle du raisonnement logico-déductif antérieur. La prise en compte d'une autre méthodologie extra-financière pourrait conduire à des résultats différents. Une exclusion sectorielle ou encore une exclusion sur la base d'autres critères extra-financiers pourraient fournir des résultats différents. Cette étude pourra être reproduite et prolongée, notamment par la progression de la profondeur des données extra-financières.

Conclusion du chapitre

La première section de ce chapitre nous a permis d'analyser la qualité extra-financière des fonds labellisés ISR. Ce champ d'étude restait en grande partie lacunaire et nécessitait des investigations empiriques. Nous avons étudié la performance extra-financière de 37 fonds labellisés ISR (2020), au regard de nos deux critères principaux de responsabilité : la responsabilité climatique et la responsabilité sociétale (controverse). Bien que la méthodologie ESG soit celle couramment utilisée par les acteurs institutionnels, la recherche réalisée indique que sa matérialité est faible, voire inexistante. En fonction des deux critères pris en considération, les fonds ISR ne semblent pas offrir une meilleure qualité extra-financière que leur univers d'investissement. Au contraire, ils tendent à intégrer un plus grand nombre d'entreprises controversées. Les résultats doivent tout de même être nuancés, car l'analyse ne porte que sur les 10 principaux investissements de ces fonds, pour l'unique année 2020. Le développement de la transparence, par le biais de nouvelles normes, devrait permettre de prolonger cette étude. La mise en place de la réglementation SFDR permettra sans doute d'enrichir et de prolonger cette étude, de par le développement de la transparence des fonds et l'homogénéisation des données extra-financières.

La deuxième section de ce chapitre a permis de corroborer l'hypothèse soutenant qu'un portefeuille combinant stratégie *Value-Quality* et filtrage négatif extra-financier surperformait son univers d'investissement. Ce champ d'étude est inédit. Si les principaux résultats statistiques ne permettent pas d'exprimer une surperformance ou une sous-performance significative et constante, l'étude longitudinale montre une légère surperformance pour la stratégie VQEF. Il est toutefois prématuré de considérer que cette tendance est susceptible de se confirmer, les effets de mode étant fréquents en bourse. En l'état actuel de nos travaux, nous faisons apparaître qu'une gestion alliant performance financière et extra-financière est possible, au moins pour un investisseur de long terme s'intéressant aux fondamentaux et à l'économie réelle.

Conclusion générale

« La possession de l'argent n'est avantageuse que par l'usage qu'on en fait⁶⁸⁶. »

L'expansion de l'investissement responsable a conduit au développement d'un nouveau formalisme institutionnel. Si la théorie financière classique a longtemps dominé, les approches conceptuelles évoluent. Une partie des acteurs des marchés boursiers intègre désormais un nouvel aspect, celui de la responsabilité. Cette thèse s'inscrit dans un contexte où le monde financier se réforme et cherche à faire coïncider performance financière et éthique. Notre recherche s'intéresse à faire émerger une stratégie de gestion de portefeuille actions, associant performance financière et performance extra-financière. Cette conclusion générale composée de trois axes nous permet alors de présenter les principaux résultats, les apports, et les limites et voies de prolongement de la recherche.

Section 1 Les principaux résultats de la recherche

Cette recherche est constituée de quatre chapitres, répondant chacun à différents questionnements, mais visant un objectif central, celui de la définition d'une stratégie de gestion de portefeuille financièrement et éthiquement performante.

Le premier chapitre a présenté une analyse logico-déductive des théories et pratiques financières entourant l'activité de gestion de portefeuille, sujet central de cette thèse. Ce chapitre a permis de développer une réflexion quant à l'utilité fondamentale des marchés financiers ainsi qu'au fonctionnement de ceux-ci (mécanisme de rétroaction positive), dans l'intention finale de mettre en place une stratégie financièrement responsable (investissement ≠ spéculation). Ce chapitre a également été utile pour l'analyse critique et philosophique de certains facteurs influençant la gestion de portefeuille (risque, diversification). Ce premier chapitre nous a permis de montrer la responsabilité financière et sociétale du lien entre finance de marché et économie réelle. Nous considérons que ce lien doit être central dans toute gestion dite responsable. Il apparaît qu'en l'état actuel, la distinction entre investissement et spéculation ne soit pas assez présente dans le cadre du développement d'une stratégie responsable. Plus globalement, une gestion de portefeuille responsable semble devoir intégrer certains facteurs clés : gestion long terme, définition du risque lié à la valorisation et non à la volatilité, investissement dans les fondamentaux financiers, diversification modérée et raisonnée. Les

⁶⁸⁶ Franklin, B. (1884). La science du bonhomme Richard et conseils pour faire fortune. Limoges: E.Ardant. p. 51.

résultats de nos réflexions conduisent à mettre en épigraphe deux points fondamentalement nécessaires à toute stratégie de gestion de portefeuille se voulant financièrement responsable : discipline émotionnelle, marge de sécurité.

Le deuxième chapitre a permis l'analyse de la stratégie financière que nous considérons comme financièrement responsable, c'est-à-dire la stratégie *Value-Quality*. Cette recherche longitudinale a étudié la performance et le couple rendement / risque de quatre portefeuilles *Value-Quality* et de leur univers d'investissement. Celle-ci a porté sur le marché boursier français pour la période 1999-2019. Les résultats tendent à accréditer la thèse de l'inefficience des marchés financiers et suggèrent qu'une stratégie d'investissement raisonnée et respectant les fondamentaux financiers offre une meilleure performance et un meilleur couple rendement / risque qu'une gestion passive. Les résultats corroborent la théorie de l'investissement dans la valeur, comme le suggéraient déjà Graham⁶⁸⁷, Brandes⁶⁸⁸, Garcia Paramés⁶⁸⁹, Athanassakos⁶⁹⁰, O'Shaughnessy⁶⁹¹, et plus largement les investisseurs dans la valeur. En outre, les résultats indiquent que l'ajout du facteur de qualité (ROIC) au simple facteur de valorisation apporte des résultats financiers encore supérieurs. Ces résultats enrichissent les contributions de Greenblatt⁶⁹², Novy-Marx⁶⁹³ ou encore de Gustavsson et Strömberg⁶⁹⁴. Maintenir une discipline émotionnelle ainsi qu'une stratégie associant valorisation faible et rentabilité élevée permet d'associer performance financière et responsabilité financière.

Le troisième chapitre a présenté une analyse logico-déductive concernant l'aspect extra-financier de l'investissement responsable. Les réflexions menées permettent de souligner que les méthodologies couramment utilisées sont tournées vers les méthodes des sciences naturelles, et qu'elles sont victimes de certaines limites (évolutionnisme, subjectivisme...). Cette réflexion logique est d'ailleurs appuyée par un test de corrélation des notations ESG des entreprises du SBF 120, qui souligne une absence de convergence. Ce que Berg, Kölbel et Rigobon⁶⁹⁵ avaient déjà constaté aux Etats-Unis. Ce chapitre nous amène ainsi à avancer que,

⁶⁸⁷ Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions

⁶⁸⁸ Brandes, C. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill.

⁶⁸⁹ Garcia Paramés, F. (2018). *Investir à long terme*. Valor Éditions.

⁶⁹⁰ Athanassakos, G. (2011). Do Value Investors Add Value? *Journal of Investing*, vol. 20, n° 2, pp. 86-100.

⁶⁹¹ O'Shaughnessy, J. (2018). *Ce qui marche à Wall Street*. Valor Éditions.

⁶⁹² Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Éditions.

⁶⁹³ Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

⁶⁹⁴ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). *Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market*. Lund University School of Economics and Management.

⁶⁹⁵ Berg, F., Kölbel, J., & Rigobon, R. (2020). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. MIT Sloan School Working Paper 5822-19.

pour une meilleure clarté et une plus grande matérialité, il est essentiel de se limiter à la prise en compte d'un nombre restreint de critères. Notre étude fait ressortir deux facteurs essentiels, la responsabilité climatique et la responsabilité isonomique.

Le quatrième chapitre s'inscrit dans la continuité des trois premiers. Il examine dans un premier temps la performance extra-financière des fonds ISR intégrant une méthodologie ESG. Sur le fondement de 37 fonds actions, les résultats obtenus permettent de souligner que les fonds ISR ne font pas preuve de matérialité et de significativité extra-financière. Les observations suivent ainsi les résultats obtenus par Gangi et Varrone⁶⁹⁶ ou encore Boffo et Patalano⁶⁹⁷. Dans un second temps, le chapitre est dédié à l'étude de l'impact financier de la prise en compte d'un filtrage extra-financier négatif sur une stratégie financièrement responsable. Cette étude teste alors la performance financière d'une stratégie de gestion de portefeuille actions associant trois types de responsabilité : financière, climatique et isonomique (controverse). Par le moyen d'une étude longitudinale (2009-2019) sur le marché boursier français, nous arrivons à la constatation qu'il est tout à fait possible de combiner performance financière et performance extra-financière. L'impact financier des deux facteurs extra-financiers reste non linéaire dans le temps et donc difficilement explicable. Les résultats rejoignent ceux de Le Maux et Le Saout⁶⁹⁸ ou encore de Bauer, Derwall et Otten⁶⁹⁹.

Section 2 Les apports de la recherche

Cette recherche holistique sur la combinaison d'une performance financière et extra-financière pour un portefeuille actions présente plusieurs apports : théoriques et empiriques, méthodologiques, managériaux. Il convient maintenant de les présenter.

§ 1 Apports théoriques et empiriques

Cette recherche contribue à la littérature académique à plusieurs niveaux. En effet, les deux premiers chapitres apportent un nouvel éclairage sur les théories financières et plus spécialement sur les théories en lien avec la gestion de portefeuille, tandis que les deux derniers chapitres produisent de nouvelles réflexions et données sur l'investissement responsable et l'analyse extra-financière. Notre recherche permet spécialement d'enrichir la littérature

⁶⁹⁶ Gangi, F., & Varrone, N. (2018). Screening Activities by Socially Responsible Funds : A Matter of Agency ? *Journal of Cleaner Production*, vol. 197, pp. 842-855.

⁶⁹⁷ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: OECD.

⁶⁹⁸ Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? *Revue Sciences de Gestion*, vol. 44, pp. 51-79.

⁶⁹⁹ Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The Ethical Mutual Fund Performance Debate : New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, vol. 70, pp. 111-124.

académique en corroborant, d'une part, la thèse de l'inefficience des marchés financiers et, d'autre part, la théorie de l'investissement dans la valeur et de l'investissement *Value-Quality* soutenue depuis de nombreuses années par Graham et Greenblatt. Nous constatons qu'un portefeuille constitué de 30 entreprises faiblement valorisées et rentables permet de surperformer significativement l'indice de référence. Notre étude enrichit et prolonge les travaux de Novy-Marx⁷⁰⁰ ou encore Gustavsson et Strömberg⁷⁰¹. En outre, nous observons que si les entreprises sous-valorisées surperforment le marché, l'ajout d'un critère de qualité (ROIC) permet de surperformer davantage. Finalement, notre étude partage les observations de O'Shaughnessy⁷⁰², un modèle multifactoriel maintenu avec constance dans le temps permet de surperformer les modèles simples à un facteur. La première section du quatrième chapitre insère la théorie de la surcharge informationnelle à l'analyse extra-financière, en soulignant que la prise en compte d'un trop grand nombre de critères extra-financiers (ESG) affecte la clarté et la matérialité de l'analyse. Notre recherche permet d'introduire le fait que la quantité d'informations extra-financières affecte la significativité et la qualité de sélection des entreprises responsables, notamment d'un point de vue controversé et climatique. Cette observation rejoint les conclusions de Cordel⁷⁰³, la surcharge informationnelle limite la qualité de la décision. De plus, nos résultats, en montrant que l'analyse ESG ne permet pas d'exclure les entreprises controversées et/ou non-durables, confirment les travaux de Nofsinger, Sulaeman et Varma⁷⁰⁴. À l'image de Boffo et Patalino⁷⁰⁵, nous soulignons que la quantité de critères extra-financiers affecte l'établissement d'une matérialité consensuelle. L'agrégation de plusieurs critères extra-financiers peut conduire à une compensation entre critères, limitant la qualité finale de notation. Notre étude suit les conclusions de Gangi et Varrone⁷⁰⁶ en indiquant que les fonds ISR qui utilisent une méthodologie ESG ne répondent pas de manière significative et claire aux exigences des investisseurs visant une performance extra-financière. La deuxième section du quatrième chapitre apporte un nouvel éclairage sur les théories liées à l'impact

⁷⁰⁰ Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.

⁷⁰¹ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). *Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market*. Lund University School of Economics and Management.

⁷⁰² O'Shaughnessy, J. (2018). *Ce qui marche à Wall Street*. Valor Editions.

⁷⁰³ Cordel, F. (2016). Pourquoi avoir trop d'informations peut être un frein aux bonnes décisions. Source : <https://www.hbrfrance.fr/> <https://www.hbrfrance.fr/chroniques-experts/2016/05/11134-pourquoi-avoir-trop-dinformations-peut-etre-un-frein-aux-bonnes-decisions/>

⁷⁰⁴ Nofsinger, J. R., Sulaeman, J., & Varma, A. (2019). Institutional Investors and Corporate Social Responsibility. *Journal of Corporate Finance*, vol. 58, pp. 700-725.

⁷⁰⁵ Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris: OECD.

⁷⁰⁶ Gangi, F., & Varrone, N. (2018). Screening Activities by Socially Responsible Funds : A Matter of Agency ? *Journal of Cleaner Production*, vol. 197, pp. 842-855.

financier de la prise en compte de critères extra-financiers sur un portefeuille actions, soulignant que cet impact est non significatif et inconstant. La performance financière d'un portefeuille *Value-Quality* semble pouvoir être faiblement améliorée par l'ajout du critère controversé, ce qu'indiquait déjà De Franco⁷⁰⁷. Toutefois, l'exclusion des entreprises disposant de faibles notations climatiques affecte la performance financière d'une stratégie *Value-Quality*. Cette observation remet en question les conclusions de Griffin, Lont et Sun⁷⁰⁸, selon lesquelles les investisseurs établissent une décote pour les entreprises en fonction des émissions de carbone. Finalement, nos résultats s'inscrivent dans le corpus existant concluant à un impact financier neutre ou faible de l'intégration de critères extra-financiers (Le Maux et Le Saout⁷⁰⁹, Derwall et Otten⁷¹⁰). La stratégie de gestion de portefeuille semble être la principale source d'explication justifiant la surperformance d'une gestion *Value-Quality* responsable.

Les apports empiriques de cette recherche sont également multiples. Le deuxième chapitre étudiant la performance et le couple rendement / risque de différents portefeuilles *Value-Quality* nous permet d'avancer de nouvelles preuves de la surperformance financière d'une stratégie associant valorisation faible et rentabilité élevée. Il s'agit d'ailleurs de la première étude de ce type sur le marché boursier Français. De plus, l'étendue temporelle de l'étude (20 années incluant deux crises boursières majeures) permet de mieux comprendre les risques liés à une gestion de portefeuille, ainsi que les facteurs récurrents de surperformance. Cette étude fournit des arguments supplémentaires à la remise en question de la théorie de l'efficience des marchés, en indiquant que sur le court terme, les marchés sont influencés par les émotions et les attentes plutôt que par le rationalisme et la réalité économique. La section 2 du quatrième chapitre analyse l'écart de performance entre une stratégie *Value-Qualité* intégrant un filtrage extra-financier et son univers d'investissement. Il s'agit de la première étude de ce type sur cette stratégie de gestion de portefeuille, de surcroît sur le marché boursier français. Cette analyse empirique couvrant dix années ne permet toutefois pas de constater une surperformance ou de sous-performance liée à l'ajout d'un filtrage négatif, bien qu'à horizon 5 ans, un portefeuille *Value-Quality* intégrant des critères extra-financiers surperforme sensiblement, mais non

⁷⁰⁷ De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.

⁷⁰⁸ Griffin, P. A., Lont, D. H., & Sun, E. Y. (2016). *The Relevance to Investors of Greenhouse Gas Emission Disclosures*. University of California.

⁷⁰⁹ Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? *Revue Sciences de Gestion*, vol. 44, pp. 51-79.

⁷¹⁰ Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The Ethical Mutual Fund Performance Debate : New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics* vol. 70. Pp. 111-124.

significativement, son univers d'investissement. Cette étude vient renforcer l'hétérogénéité des résultats, en se plaçant au centre de l'opposition entre « l'ISR apporte une sous-performance » et « l'ISR apporte une surperformance ».

§ 2 Apports méthodologiques

Les apports méthodologiques de cette recherche sont pluriels. Tout d'abord, nous étudions l'investissement responsable par le couplage de deux méthodologies différentes mais complémentaires : l'analyse logico-déductive et le test de conjectures. Nous n'utilisons le test de conjectures que pour son pouvoir de falsifiabilité, tandis que la plupart des études dans notre domaine utilise l'analyse empirique positiviste pour valider leurs théories. Cette distinction est essentielle ; elle repose sur les réflexions menées par Hayek et Popper. Cette étude se fonde essentiellement sur le rationalisme critique et la réflexion logique plutôt que sur l'analyse positiviste et quantitativiste. En outre, nos méthodes de test de conjectures sont influencées par le raisonnement logique antérieur. C'est notamment pour cette raison que l'étude effectuée dans le deuxième chapitre utilise des outils différents de la plupart des autres études traitant de sujets similaires. Nous ne considérons pas le risque comme résultant de la volatilité, mais comme la perte durable ou permanente de capital. De plus, nous considérons la performance financière et le couple rendement / risque à long terme (≥ 5 ans), et non de façon exclusivement annuelle. Les méthodes de test de conjectures mises en œuvre au sein du quatrième chapitre sont elles aussi influencées par notre raisonnement logico-déductif antérieur. La première section analysant la performance extra-financière des fonds ISR utilise des données extra-financières indépendantes. La deuxième section utilise un filtrage négatif précis et non réglementairement parlant défini. D'un point de vue technique, notre recherche permet de considérer que la méthodologie d'exclusion négative est un moyen plus pertinent que l'analyse ESG pour parvenir à une plus grande matérialité, clarté et significativité. Les résultats de notre recherche holistique viennent ainsi enrichir les études sur l'investissement responsable, en associant raisonnements logiques et tests empiriques.

§ 3 Apports managériaux

Au niveau managérial, notre recherche permet d'apporter des données et des informations aux trois principaux acteurs de l'investissement responsable : les investisseurs, les gérants de portefeuilles, les agences de notations extra-financières.

En premier lieu, les investisseurs sont informés des éléments clés permettant de définir la matérialité de leurs investissements, ainsi que la possibilité de combiner performance financière

et performance extra-financière. Notre étude suggère par ailleurs que la performance extra-financière est difficile à atteindre par l'intégration d'un nombre important de critères. Cela rejoint les découvertes du même type dans d'autres disciplines (économie : Cukrowski et Baniak⁷¹¹ ; comptabilité : Oluwadare⁷¹² ; marketing : Anderson et Palma⁷¹³ ; systèmes d'information Li et Sun⁷¹⁴). La simplicité semble gage de matérialité et de clarté. Nous apportons les premiers éléments permettant de considérer que les fonds ISR pratiquant l'ESG ont des difficultés à exclure les entreprises les moins responsables sur certains aspects (controverse, émissions de CO2), confortant ainsi la constatation de décorrélation des notations ESG en fonction des analystes. Cela rejoint les résultats de Berg, Koelbel et Rigobon⁷¹⁵ ou encore les écrits de Walter⁷¹⁶ selon lesquels l'analyse ESG devrait réduire son champ d'analyse pour une meilleure signification. En conséquence, les investisseurs, les gérants et les analystes financiers peuvent être incités à chercher de la signification en limitant leur champ d'analyse.

Ensuite, les investisseurs désireux de financer l'économie réelle et productive (entreprises rentables), et souhaitant éviter de contribuer au développement des bulles boursières (niveau de valorisation), peuvent trouver une stratégie de gestion financièrement responsable et rentable, la stratégie *Value-Quality*. Notre recherche doctorale enrichit ainsi les résultats observés par Greenblatt⁷¹⁷, Gustavsson, et Strömberg⁷¹⁸ ou encore Davydov, Tikkanen et Äijö⁷¹⁹. Elle permet de la même manière aux investisseurs d'observer qu'il est possible d'investir dans des entreprises françaises et donc de maintenir ou développer l'emploi en France, tout en performant financièrement.

⁷¹¹ Cukrowski, J., & Baniak, A. (1999). Organizational restructuring in response to changes in information-processing technology. *Review of Economic Design*, vol. 4, pp. 295-305.

⁷¹² Oluwadare, E., & Samy, M. (2015). The Relevance of Critical Accounting Theory (CAT) to Effectiveness of Public Financial Accountability in Emerging Economies. *Canadian Social Science*, vol. 11, n° 9, pp. 20-25.

⁷¹³ Anderson, S., & Palma, A. (2012). Competition for attention in the Information (overload) Age. *The Rand Journal of Economics*, vol. 43, pp. 1-25.

⁷¹⁴ Li, P., & Sun, Y. (2014). Modeling and Performance Analysis of Information Diffusion Under Information Overload in Facebook-like Social Networks. *International Journal of Communication Systems*, vol. 27, n° 9, pp. 1268-1288.

⁷¹⁵ Berg, F., Koelbel, J., & Rigobon, R. (2020). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. MIT Sloan School Working Paper 5822-19.

⁷¹⁶ Walter, I. (2020). Sense and Nonsense in ESG Scoring. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 5, n° 2, pp. 307-336.

⁷¹⁷ Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.

⁷¹⁸ Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market. Lund University School of Economics and Management.

⁷¹⁹ Davydov, D., Tikkanen, J., & Äijö, J. (2016). Magic Formula vs. Traditional Value Investment Strategies in the Finnish Stock Market. *Nordic Journal of Business*, vol. 65, pp. 38-54.

De plus, la thèse permet de considérer qu'il est possible de combiner performance financière et responsabilité extra-financière. Un filtrage extra-financier négatif (controverse, CO2) ajouté à une stratégie *Value-Quality* ne rend pas la stratégie sous-performante. Au contraire, cette stratégie semble surperformer sensiblement sur des horizons temporels supérieurs à 5 années. Cela peut être source de motivation et d'incitation pour que les investisseurs se tournent vers l'investissement responsable. Cette constatation peut également inciter les gérants de portefeuilles à intégrer une dimension extra-financière plus importante. Les gérants de portefeuilles trouveront également des informations sur l'impact de leur style de gestion sur la société. Ils comprendront ainsi la nécessité d'une vision à long terme basée sur les fondamentaux financiers pour un capitalisme durable. En outre, les gérants de portefeuilles et les investisseurs trouveront une réflexion critique leur permettant de sélectionner les outils les plus utiles pour analyser la qualité d'une gestion sur le long terme. Les travaux développés au sein de cette thèse ont commencé à être testés et intégrés dans les outils d'évaluation du marché boursier français de Federal Finance Gestion (pôle gestion sous-mandat). Un outil complémentaire basé sur la théorie « M.Marché » est suivi par les équipes de gestion, dans le dessein de comprendre dans quelle situation se trouve le marché (euphorie ou peur). Cet instrument vise à éviter d'investir massivement en période de survalorisation boursière, pour privilégier une gestion long terme basée sur les fondamentaux financiers. Enfin, cette recherche peut être utile à tous les acteurs de l'investissement boursier, notamment concernant la compréhension du rôle de chacun, et de leurs impacts sur la société humaine et plus généralement sur le monde tel que nous le connaissons.

Section 3 Les limites et voies de prolongement de la recherche

L'ensemble des réflexions logico-déductives et des résultats empiriques que nous proposons doivent être appréhendés au regard des limites et des voies de prolongement de la recherche.

À l'instar de tout travail de recherche, cette présente thèse comporte certaines limites. Une des principales résulte de l'hétérogénéité des formes de l'investissement responsable, et plus généralement de la difficulté à caractériser la performance extra-financière des entreprises et des fonds. Les études menées dans le quatrième chapitre peuvent alors offrir des résultats différents d'études similaires caractérisant différemment la performance extra-financière. Cette limite semble cependant difficile à dépasser puisque les facteurs éthiques sont bien souvent personnels (hormis les règles légales). Mises affirmait qu'« Il n'y a pas d'étalon de grandeur de la satisfaction autre que les jugements de valeur individuels, lesquels diffèrent selon les

individus divers, et pour un même individu d'un moment à l'autre⁷²⁰ ». De plus, l'analyse de la performance extra-financière des fonds ESG a été réalisée sur la base de trois critères extra-financiers résultant de la réflexion logico-déductive conduite dans le chapitre 3. Les résultats obtenus sont à interpréter avec prudence au regard de l'absence de consensus sur ce qu'est réellement une performance extra-financière. En outre, cette étude repose sur l'examen des 10 principaux investissements des fonds ESG sélectionnés. L'absence d'inventaire régulier des titres est un frein à l'analyse globale des fonds. Une autre limite de ce travail peut sans doute se situer dans la définition même de l'investissement. Là encore, les définitions divergent entre les acteurs. Nous avons toutefois essayé de combler cette limite par le moyen d'une réflexion raisonnée et argumentée. Par ailleurs, les outils de mesure de performance et de risque utilisés dans le cadre de nos études empiriques peuvent diverger des outils traditionnels. La principale différence émanant de la discordance concernant la définition du risque d'investissement. La majorité des études analyse le risque par le moyen de la volatilité ou d'outils similaires, ce que nous ne considérons pas pertinent. Il convient également de souligner que l'étude examinant la performance financière d'une stratégie de gestion *Value-Quality* intégrant un filtrage négatif extra-financier, pâtit d'une taille d'échantillon limitée, liée au manque de données extra-financières, notamment concernant les plus faibles capitalisations boursières.

Les voies de prolongement de cette recherche sont toutefois multiples. L'étude menée dans le deuxième chapitre pourrait être complétée par l'élaboration de portefeuilles sur les douze mois de l'année ainsi que sur des zones géographiques différentes. Cela permettrait d'observer les performances au regard des cycles mensuels et des pays et/ou continents. En outre, la segmentation de l'étude par taille de capitalisation permettrait d'examiner les résultats au regard de la maturité et de la taille des entreprises.

D'autre part, nous l'avons déjà mentionné, des données extra-financières sont manquantes et la profondeur temporelle de ces données reste encore aujourd'hui limitée. L'étude examinant la performance financière d'une stratégie de gestion actions intégrant des critères extra-financiers pourra être enrichie par le développement des échantillons. La couverture extra-financière reste encore partielle pour les *Small & Mid Cap*, les observations futures permettront d'éviter de manière plus conséquente les biais liés aux entreprises de grandes capitalisations. . De plus, les futures recherches pourraient aboutir à des conclusions davantage affirmées par l'évitement d'éventuels phénomènes de mode. En effet, la forte progression de l'investissement responsable

⁷²⁰ von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet. p. 17.

durant la décennie 2010-2020 peut impacter la qualité des observations et modifier les interprétations. Le premier trimestre boursier 2022 en est un exemple avec la forte progression des secteurs de l'armement et de l'énergie (gaz, pétrole) résultant de la crise Ukrainienne.

De la même manière, le développement constant des bases de données extra-financières et l'amélioration continue de leurs qualités peuvent permettre d'examiner à l'avenir, de manière plus approfondie, la performance extra-financière des fonds responsables. La mise en place de la réglementation SFDR (*Sustainable Finance Disclosure*) et la catégorisation extra-financière des fonds permettront dans le futur d'étudier de manière différente les fonds issues de l'article 6, 8 et 9. Des études comparant la performance financière et/ou extra-financière des fonds en fonction de leur classification pourraient enrichir davantage la littérature académique existante.

Le développement de la couverture extra-financière des entreprises et des fonds permet de contribuer à la montée en puissance des recherches liées à la finance responsable. Cette évolution constante laisse entrevoir de nombreuses pistes de recherche.

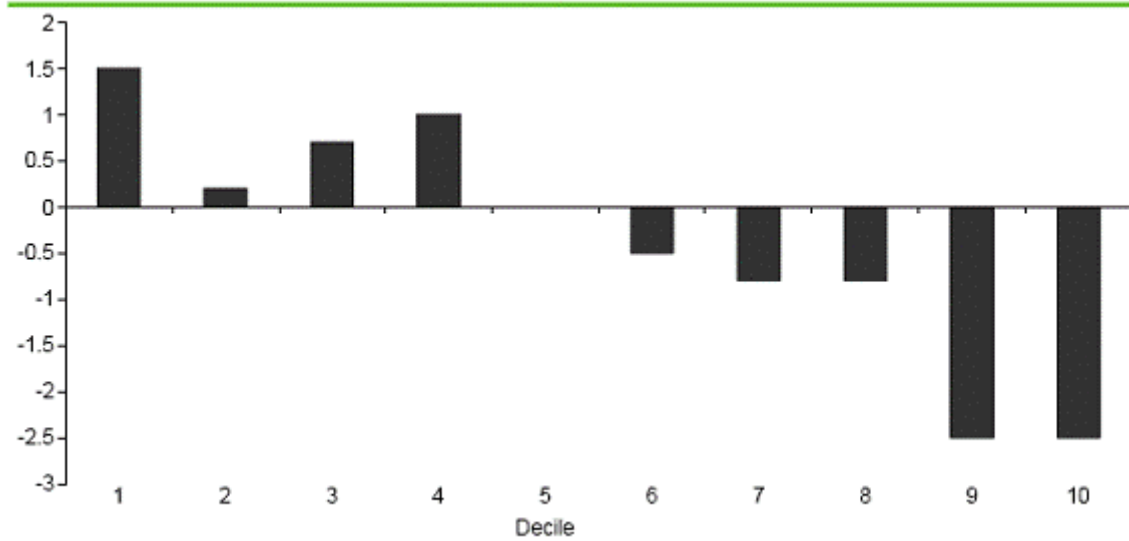
Liste des annexes

Annexe 1 : Rendements relatifs du portefeuille américain par décile de bêta pour la période 1963-2006.	282
Annexe 2 : Tableau récapitulatif des risques et performances par décile de capitalisation en France pour la période 1999-2019.....	283
Annexe 3 : Portefeuille P/CF-ROIC. Titres présents dans le portefeuille P/CF ROIC par année de 2000 à 2019.	284
Annexe 4 : Portefeuille P/B-ROIC. Titres présents dans le portefeuille P/B ROIC par année de 2000 à 2019.....	288
Annexe 5 : Portefeuille P/S-ROIC. Titres présents dans le portefeuille P/S ROIC par année de 2000 à 2019.....	292
Annexe 6 : Portefeuille PER-ROIC. Titres présents dans le portefeuille PER ROIC par année de 2000 à 2019.	296
Annexe 7 : Rendements annualisés et évolutions des encours des portefeuilles Value-Quality pour l'ensemble de l'analyse longitudinale (1999-2019).	300
Annexe 8 : Tableau récapitulatif des risques et performances pour les portefeuilles VQ France sur la période 1999-2019.	301
Annexe 9 : Tests de normalité sur la base des rendements annualisés (Shapiro-Wilk).	302
Annexe 10 : Tests de normalité sur la base des ratios de Sharpe (Shapiro-Wilk).	303
Annexe 11 : Les dix principes du Pacte mondial.	304
Annexe 12 : Classement ESG des entreprises du SBF120 par décile.	305
Annexe 13 : Politiques d'investissement des 37 fonds ISR analysés. Informations extraites des différents documents d'information clés pour l'investisseur (DICI) publiés par les sociétés de gestion.....	307
Annexe 14 : Score ESG des 37 fonds ISR, sur la base des données Refinitiv pour l'année 2020.	360
Annexe 15 : Portefeuille Value-Quality + Extra-financier.....	365

Annexe 16 : Tests de normalité du portefeuille VQEF et de l'univers sur la base des rendements annualisés (Shapiro-Wilk).	367

Annexe 1 : Rendements relatifs du portefeuille américain par décile de bêta pour la période 1963-2006⁷²¹.

US portfolio relative returns by beta decile (1963-2006)



Source: GMO, Dresdner Kleinwort Macro research

⁷²¹ Extrait de Montier, J. (2009). Value Investing : Tools and techniques for intelligent investment. John Wiley & Sons Inc. p. 23.

Annexe 2 : Tableau récapitulatif des risques et performances par décile de capitalisation en France pour la période 1999-2019.

Portefeuilles	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Univers
Rendement annualisé (1999-2019)	7.63%	7.16%	7.39%	8.17%	6.27%	7.54%	8.20%	7.07%	5.99%	3.59%	7.14%
100 000 € de placement	434 224,10 €	398 588,44 €	416 275,51 €	481 212,25 €	337 271,99 €	427 753,03 €	483 974,06 €	398 088,14 €	320 322,26 €	202 477,70 €	397 390,36 €
Capitalisation médiane	255 425 400,00 €	353 819 800,00 €	469 208 000,00 €	622 166 500,00 €	975 058 400,00 €	1 602 787 900,00 €	3 003 803 100,00 €	5 624 950 900,00 €	10 890 228 000,00 €	38 588 509 500,00 €	1 236 694 000,00 €
Rendement annuel Max	50,81%	53,57%	35,82%	38,56%	48,12%	46,42%	40,83%	42,77%	32,69%	28,45%	39,37%
Rendement annuel Min	-46,77%	-57,54%	-39,73%	-52,18%	-46,39%	-48,62%	-45,39%	-37,68%	-41,32%	-40,62%	-45,52%
Nombre d'années positives	15	14	14	15	14	12	15	14	15	15	15
Nombre d'années négatives	5	6	6	5	6	8	5	6	5	5	5
Nombre d'années > à l'indice	12	11	10	10	9	10	14	11	7	7	X
Nombre d'années < à l'indice	8	9	10	10	10	10	6	9	13	13	X
Rendement annualisé (1999-2004)	6.63%	8.15%	5.80%	9.71%	1.67%	2.34%	5.82%	-0.50%	0.46%	-6.51%	3.66%
Rendement annualisé (2004-2009)	8.48%	-1.10%	5.21%	3.66%	3.54%	4.60%	8.14%	5.42%	4.66%	3.87%	4.93%
Rendement annualisé (2009-2014)	7.44%	10.81%	6.22%	11.64%	13.34%	11.92%	12.01%	11.64%	10.33%	6.33%	10.26%
Rendement annualisé (2014-2019)	7.91%	11.22%	12.49%	7.94%	6.88%	11.62%	6.92%	12.23%	8.81%	11.49%	9.88%
Alpha de Jensen	0.01	0.00	0.01	0.02	-0.01	0.00	0.01	0.01	-0.01	-0.02	X
Bêta	0.97	1.05	0.95	0.90	0.95	1.06	0.99	0.90	0.94	0.81	1.00
Ratio de Sortino	0.42	0.29	0.48	0.35	0.32	0.40	0.49	0.50	0.46	0.14	0.43
Ratio de Sharpe	0.27	0.22	0.26	0.32	0.21	0.24	0.29	0.27	0.21	0.11	0.26
% des périodes positives (5 ans)	88,00%	69,00%	88,00%	88,00%	81,00%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%	69,00%	88,00%
Max drawdown 5 ans	-22,71%	-32,40%	-41,51%	-21,22%	-27,09%	-25,88%	-27,96%	-12,81%	-26,24%	-30,27%	-26,11%
Déviation standard	22,94%	25,74%	22,73%	21,07%	22,59%	24,71%	22,80%	20,99%	21,79%	19,57%	21,39%

**Annexe 3 : Portefeuille P/CF-ROIC. Titres présents dans le portefeuille P/CF ROIC par
année de 2000 à 2019.**

2000	2001	2002	2003	2004
TOTAL GABON	TOTAL GABON	TOTAL GABON	TOTAL GABON	TOTAL GABON
ARTEA	ESSO SOCIETE	ESSO SOCIETE	COLAS SA	SOCIETE LDC SA
COMPAGNIE PLASTIC	ELECTRICITE DE STRASBOURG	SOCIETE DEDITION	CAMAEU	STEF SA
ELECTRICITE DE STRASBOURG	CNP ASSURANCES	COLAS SA	ALGECO SA	GROUPE COFACE
CNP ASSURANCES	COLAS SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	ASSURANCES GENERALES	COLAS SA
PIERRE ET VACANCES	BRIOCHE PASQUIER SA	VIEL & CIE SA	VICAT SA	ORANGE SA
BOUYGUES OFFSHORE SA	AXA SA	CNP ASSURANCES	DASSAULT AVIATION SA	VICAT SA
BENETEAU SA	KAUFMAN & BROAD SA	ALGECO SA	XPO LOGISTICS	ASSURANCES GENERALES
ALGECO SA	SOCIETE LDC SA	XPO LOGISTICS	SEB SA	SEB SA
DE DIETRICH ET CIE	VICAT SA	VALLOUREC SA	CNP ASSURANCES	KAUFMAN & BROAD SA
ASSURANCES GENERALES	UNION FIN. FRAN. BA.	VICAT SA	MICHELIN	CAMAEU
SOCIETE LDC SA	DE DIETRICH ET CIE	EIFFAGE SA	ALTEN	BOURBON CORPORATION
BRIOCHE PASQUIER SA	GL EVENTS	CAOUTCHOUS PADANG	RENAULT -REGIE	CNP ASSURANCES
COLAS SA	BOUYGUES OFFSHORE SA	ASSURANCES GENERALES	KAUFMAN & BROAD SA	ALGECO SA
BOURBON CORPORATION	LISTI	BOURBON CORPORATION	VALLOUREC SA	PIERRE ET VACANCES
VICAT SA	ALCATEL OPTRONICS SA	DASSAULT AVIATION SA	EIFFAGE SA	XPO LOGISTICS
ALSTOM SA	BOLLORE SA	BENETEAU SA	BOURBON CORPORATION	QUADIENT SA
AREVA SA	BOIRON SA	SEB SA	VINCI	DASSAULT AVIATION SA
SCOR SE	TOTAL SA	BRIOCHE PASQUIER SA	SOCIETE LDC SA	COMPAGNIE PLASTIC
EURAZEO	BEL SA	GROUPE PARTOUCHE SA	SAINT GOBAIN	RENAULT -REGIE
LISTI	COMPAGNIE PLASTIC	BONDUELLE SA	BONDUELLE SA	EIFFAGE SA
DASSAULT AVIATION SA	DASSAULT AVIATION SA	AIR FRANCE - KLM	PEUGEOT SA	VINCI
PLACOPLATRE LAMBERT	VINCI	LISTI	ATOS SE	SOCIETE DEDITION
IMERYS	BENETEAU SA	MANTOU BF SA	BRIOCHE PASQUIER SA	TOTAL SA
UNION FIN. FRAN. BA.	TRIGANO	PEUGEOT SA	TECHNICOLOR SA	BOIRON SA
VINCI	AIR FRANCE - KLM	PLACOPLATRE LAMBERT	PLACOPLATRE LAMBERT	COMPAGNIE DES ALPES
AXA SA	EIFFAGE SA	PIERRE ET VACANCES	BOUYGUES SA	PEUGEOT SA
MANTOU BF SA	MANTOU BF SA	VINCI	COMPAGNIE PLASTIC	TRIGANO
BRICE SA	ASSURANCES GENERALES	SOCIETE ANONYME	SAVENCIA SA	VALEO SA
SECHE ENVIRONNEMENT	CIE FIN SAINT-HONORE	HAULOTTE GROUP	BENETEAU SA	BENETEAU SA

ERAMET SA	ESSO SOCIETE	RECYLEX SA	RECYLEX SA.	TOTAL GABON
TOTAL GABON	ERAMET SA	MAUREL ET PROM	ESSO SOCIETE	VALLOUREC SA
STEF SA	VALLOUREC SA	TOTAL GABON	TOTAL GABON	APRIL SA
VICAT SA	ASSURANCES GENERALES	ESSO SOCIETE	VIEL & CIE SA	PIERRE ET VACANCES
VALLOUREC SA	TOTAL SA	JACQUET METALS SA	BANQUE TARNEAUD	LISI
XPO LOGISTICS	CNIM GRO	TOTAL SA	TOTAL SA	ERAMET SA
BAIL INVESTISSEMENT	TOTAL GABON	KAUFMAN & BROAD SA	JACQUET METALS SA	CGG SA
RENAULT -REGIE	JACQUET METALS SA	ERAMET SA	VALLOUREC SA	BOURSORAMA
SEB SA	COLAS SA	BUFFALO GRILL	HERIGE SA	DERICHEBOURG.
COMPAGNIE PLASTIC	MICHELIN	ASSURANCES GENERALES	VICAT SA	COLAS SA
ESSO SOCIETE	MAUREL ET PROM	PIERRE ET VACANCES	ORANGE SA	BOUYGUES SA
TOTAL SA	ORANGE SA	CGG SA	NEXITY	SOPRA STERIA
BOURBON CORPORATION	XPO LOGISTICS	BASSAC	HAULOTTE GROUP	ELECTRICITE DE STRASBOURG
KAUFMAN & BROAD SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	GAUMONT SA	GROUPE CRIT	BOIRON SA
SOCIETE LDC SA	AXA SA	NEXITY	LISI	CAMAIEU
CAMAIEU	VIRBAC SA	VIVENDI SE	SCOR SE	CEGEDIM
BOUYGUES SA	NEXITY	VALLOUREC SA	SYNERGIE SE	TOTAL SA
GUERBET SA	BOUYGUES SA	BENETEAU SA	PIERRE ET VACANCES	SOCIETE D'EDITION
ASSURANCES GENERALES	BOURSORAMA	SOCIETE LDC SA	THALES SA	BENETEAU SA
AXA SA	VICAT SA	BOUYGUES SA	THERMADOR GROUPE	VICAT SA
TRIGANO	GUERBET SA	COLAS SA	AXA SA	BOURBON CORPORATION
COLAS SA	KAUFMAN & BROAD SA	HAULOTTE GROUP	METROPOL E TELEVISION	XPO LOGISTICS
INTERPARFUMS SA	CAMAIEU	CNIM GRO	ABC ARBITRAGE	PUBLICIS GROUPE SA
CNP ASSURANCES	CNP ASSURANCES	BONDUELLE SA	BOUYGUES SA	SEB SA
BIOMERIEUX SA	BOURBON CORPORATION	AXA SA	COLAS SA	RAMSAY GENERALE
PIERRE ET VACANCES	RENAULT -REGIE	SOPRA STERIA	UNION FIN. FRAN. BA.	SCHNEIDER ELECTRIC
CASINO GUICHARD PERR	EIFFAGE SA	LISI	BENETEAU SA	UBISOFT ENTM.
VINCI	METROPOL E TELEVISION	VICAT SA	KAUFMAN & BROAD SA	ALTEN
NEXITY	COMPAGNIE PLASTIC	RAMSAY GENERALE	CGG SA	ORANGE SA
BULL	IPSEN SA	SOLOCAL GROUP SA	CEGID GROUP	WENDEL SE

2010	2011	2012	2013	2014
APRIL SA	APRIL SA	TOTAL GABON	INTERPARFUMS SA	TOTAL GABON
XPO LOGISTICS	TOTAL GABON	FAURECIA SE	TOTAL GABON	AKWEL SA
TOTAL GABON	COMPAGNIE PLASTIC	COMPAGNIE PLASTIC	COMPAGNIE PLASTIC	ELECTRICITE DE STRASBOURG
SCOR SE	VALEO SA	VALEO SA	VALEO SA	KAUFMAN & BROAD SA
ALSTOM SA	FAURECIA SE	MAUREL ET PROM	BURELLE SA	CNIM GRO
CNP ASSURANCES	PARROT	DERICHEBOURG.	MICHELIN	TECHNICOLOR SA
UBISOFT ENTM.	ILIAD SA	BURELLE SA	FAURECIA SE	RAMSAY GENERALE
VEL & CIE SA	ORANGE SA	PARROT	METROPOLE TELEVISION	LECTRA
COLAS SA	TOTAL SA	MICHELIN	KAUFMAN & BROAD SA	DIRECT ENERGIE SA
CEGEDIM	SOCIETE D'EDITION	BOURSORAMA	AKKA TECHNOLOGIE	UBISOFT ENTM.
CAMAIEU	ARKEMA SA	KAUFMAN & BROAD SA	TOTAL SA	BOIRON SA
TOTAL SA	ALSTOM SA	TOTAL SA	BULL	BURELLE SA
AXA SA	DERICHEBOURG.	COLAS SA	BOIRON SA	VALEO SA
SAFRAN	MICHELIN	METROPOLE TELEVISION	ELECTRICITE DE STRASBOURG.	EXEL INDUSTRIES
BOUYGUES SA	BURELLE SA	ASSYSTEM SA	TESSI SA	CEGID GROUP
SOMFY SA	EURO RESSOURCES	SOPRA STERIA	EXEL INDUSTRIES	COMPAGNIE PLASTIC
ILIAD SA	CNP ASSURANCES	ELECTRICITE DE STRASBOURG	QUADIENT SA	METROPOLE TELEVISION
BEL SA	SOCIETE LDC SA	ORANGE SA	SOCIETE D'EDITION	MICHELIN
ORANGE SA	BEL SA	AXA SA	FONCIERE EURIS	AKKA TECHNOLOGIE
UNIBEL	WENDEL SE	WENDEL SE	SAFRAN	UNION FIN. FRAN. BA.
QUADIENT SA	CAMAIEU	VIVENDI SE	UBISOFT ENTM.	TESSI SA
SOCIETE LDC SA	ESSO SOCIETE	THALES SA	THALES SA	QUADIENT SA
ESSO SOCIETE	SOPRA STERIA	BOUYGUES SA	CNP ASSURANCES	COLAS SA
COMPAGNIE PLASTIC	XPO LOGISTICS	SOCIETE D'EDITION	APRIL SA	FONCIERE EURIS
ELECTRICITE DE STRASBOURG	METROPOLE TELEVISION	CNP ASSURANCES	BEL SA	STEF SA
SEB SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	TELEVISION FRANCAISE	XPO LOGISTICS	GROUPE CRIT
PIERRE ET VACANCES	UNIBEL	XPO LOGISTICS	ELECTRICITE DE FRANCE	TOTAL SA
ABC ARBITRAGE	SCOR SE	IMERYS	CNIM GRO	SOCIETE D'EDITION
BOIRON SA	ROBERTET SA	APRIL SA	ALTEN	ARGAN SA
COMPAGNIE DES ALPES	ALTEN	ROTHSCHILD & CO SCA	RALYIE SA	FIGEAC AERO

2015	2016	2017	2018	2019
CNIM GRO	CNIM GRO	ESSO SOCIETE	GAUMONT SA	TOTAL GABON
TECHNICOLOR SA	FAURECIA SE	FAURECIA SE	ESSO SOCIETE	FAURECIA SE
GROUPE GUILLIN SA	UNION FIN. FRAN. BA.	ELECTRICITE DE STRASBOURG	ELECTRICITE DE STRASBOURG	PEUGEOT SA
BURELLE SA	LINEDATA SERVICES	AIR FRANCE - KLM	AKWEL SA	COMPAGNIE PLASTIC
ELECTRICITE DE STRASBOURG	AKWEL SA	AKWEL SA	KAUFMAN & BROAD SA	STMICROELECTRONICS
CEGID GROUP	ELECTRICITE DE STRASBOURG	METROPOLE TELEVISION	FAURECIA SE	KAUFMAN & BROAD SA
AKWEL SA	PSB INDUSTRIES SA	PEUGEOT SA	PEUGEOT SA	AKWEL SA
METROPOLE TELEVISION	ESSO SOCIETE	VALEO SA	PLASTIQUES VAL LOIRE	METROPOLE TELEVISION
STEF SA	BURELLE SA	BURELLE SA	COMPAGNIE PLASTIC	BURELLE SA
DIRECT ENERGIE SA	VALEO SA	UNION FIN. FRAN. BA.	UMANIS SA	BASSAC
VALEO SA	METROPOLE TELEVISION	MICHELIN	SOCIETE LDC SA	ALTAREIT SCA
MICHELIN	UBISOFT ENTM.	ARGAN SA	UNION FIN. FRAN. BA.	ELECTRICITE DE STRASBOURG
VIVENDI SE	STEF SA	GROUPE GUILLIN SA	BURELLE SA	MICHELIN
ARGAN SA	MICHELIN	PLASTIQUES VAL LOIRE	MICHELIN	IMERYS
COMPAGNIE PLASTIC	SOMFY SA	KAUFMAN & BROAD SA	METROPOLE TELEVISION	DERICHEBOURG.
COLAS SA	BONDUELLE SA	COMPAGNIE PLASTIC	GROUPE SEPI	GROUPE CRIT
THALES SA	SOCIETE MARSEILLAIS	DIRECT ENERGIE SA	VALEO SA	ARKEMA SA
SOCIETE D'EDITION	GROUPE GUILLIN SA	RALLYE SA	GROUPE PARTOUCHE SA	PLASTIQUES VAL LOIRE
SYNERGIE SE	SOCIETE LDC SA	GALIMMO SCA	BASSAC	UNION FIN. FRAN. BA.
UNION FIN. FRAN. BA.	ARGAN SA	CASINO GUICHARD PERR	GROUPE CRIT	LINEDATA SERVICES
WORLDLINE SA	COMPAGNIE PLASTIC	SAFRAN	GROUPE GUILLIN SA	BOUYGUES SA
AXA SA	GAZTRANSPORT	ROTHSCHILD & CO SCA	SANOI	QUADIENT SA
KAUFMAN & BROAD SA	GAUMONT SA	GAZTRANSPORT	ASSYSTEM SA	MERSEN SA
ID LOGISTICS	DERICHEBOURG.	CNIM GRO	DERICHEBOURG.	JACQUET METALS SA
SCOR SE	ABC ARBITRAGE	SOCIETE LDC SA	GAZTRANSPORT	STEF SA
SAMSE SA	KAUFMAN & BROAD SA	CEGID GROUP	ARKEMA SA	TELEVISION FRANCAISE
GUERBET SA	LECTRA	STEF SA	EDENRED S.A	PUBLICIS GROUPE SA
ELECTRICIT DE FRANCE	CAISSE RE	QUADIENT SA	SOCIETE IMMOBILIERE	VALEO SA
HAUTOTTE GROUP	AXA SA	EURO RESSOURCES	EURO RESSOURCES	GROUPE GUILLIN SA
SOPRA STERIA	DEVOTEAM SA	LINEDATA SERVICES	SII	AIR FRANCE - KLM

**Annexe 4 : Portefeuille P/B-ROIC. Titres présents dans le portefeuille P/B ROIC par
année de 2000 à 2019.**

2000	2001	2002	2003	2004
ARTEA	CIE GEN DIND & PART	FFP SA	FFP SA	FFP SA
COMPAGNIE PLASTIC	ESSO SOCIETE	EURAZEO	VICAT SA	CECINA
TOTAL GABON	FFP SA	CAOUTCHOUS PADANG	ALAIN AFLELOU	VICAT SA
COMPAGNIE CAMBODGE	WENDEL SE	ESSO SOCIETE	ASSURANCES GENERALES	SOCIETE LDC SA
FFP SA	TOTAL GABON	SOCIETE ANONYME	SOITEC	GROUPE COFACE
EURAZEO	ROTHSCHILD & CO SCA	VALLOUREC SA	KAUFMAN & BROAD SA	WENDEL SE
DE DIETRICH ET CIE	BEL SA	VICAT SA	CAMAEU	KAUFMAN & BROAD SA
VILMORIN & CIE	BRICE SA	CHARGEURS SA	SAINT GOBAIN	REMY COINTREAU SA
DASSAULT AVIATION SA	KAUFMAN & BROAD SA	EIFPAGE SA	AIR FRANCE - KLM	UNIBAIL-RODAMCO
CHARGEURS SA	VICAT SA	AIR FRANCE - KLM	BEL SA	DASSAULT AVIATION SA
REMY COINTREAU SA	LISI	VILMORIN & CIE	VILMORIN & CIE	ASSURANCES GENERALES
IMERYS	CHARGEURS SA	ARTEA	SOCIETE ANONYME	VILMORIN & CIE
VICAT SA	BRIOCHE PASQUIER SA	REMY COINTREAU SA	SOCIETE LDC SA	RENAULT -REGIE
LISI	DASSAULT AVIATION SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	TRIGANO	TRIGANO
PIERRE ET VACANCES	COMPAGNIE PLASTIC	LISI	VALLOUREC SA	PEUGEOT SA
SOCIETE LDC SA	AVENIR TELECOM	CNP ASSURANCES	COMPAGNIE PLASTIC	BOURRELIER GROUP SA
CIE FIN SAINT-HONORE	SOCIETE ANONYME	MANITOU BF SA	MICHELIN	LISI
ELECTRICITE DE STRASBOURG	VALEO SA	BEL SA	DASSAULT AVIATION SA	CAMAEU
SOCIETE ANONYME	ALCATEL OPTRONICS SA	BOURBON CORPORATION	EIFPAGE SA	EIFPAGE SA
CNP ASSURANCES	ELECTRICITE DE STRASBOURG	GROUPE COFACE	TECHNICOLOR SA	ACANTHE DEVELOPEMEN
CAISSE REGI	DE DIETRICH ET CIE	COLAS SA	PEUGEOT SA	COMPAGNIE PLASTIC
VALEO SA	CIE FIN SAINT-HONORE	NEXANS SA	MANITOU BF SA	COVIVIO SA
MANITOU BF SA	VILMORIN & CIE	TOTAL GABON	RENAULT -REGIE	STE. FONCIERE LYONN.
BIS SA	VALLOUREC SA	HAULOTTE GROUP	CNP ASSURANCES	AIR FRANCE - KLM
AREVA SA	COLAS SA	DASSAULT AVIATION SA	SAVENCIA SA	MANITOU BF SA
ALGECO SA	ALGECO SA	XPO LOGISTICS	UBISOFT ENTM.	SAINT GOBAIN
CIE GEN DIND & PART	SAINT GOBAIN	BOLORE SA	XPO LOGISTICS	RUBIS SCA
CREDIT AGR. DU MIDI	CNP ASSURANCES	VIEL & CIE SA	KERING	SAVENCIA SA
BRIOCHE PASQUIER SA	SOMFY SA	LAGARDERE SCA	REMY COINTREAU SA	BOIRON SA
BOUYGUES OFFSHORE SA	UNION FIN. FRAN. BA.	SAINT GOBAIN	FAURECIA SE	CNP ASSURANCES

2005	2006	2007	2008	2009
STEF SA	UNIBAIL-RODAMCO	CEGEREAL	GETLINK SE	PIERRE ET VACANCES
FFP SA	EURAZEO	STE. FONCIERE LYONN.	ALTAMIR SCA	LISTI
ERAMET SA	COVIVIO HOTELS SCA	ACANTHE DEVELOPEMEN	ANF IMMOBILIER	BOURSORAMA
VICAT SA	BAIL INVESTISSEMENT	UNIBAIL-RODAMCO	ESSO SOCIETE	TOTAL GABON
BAIL INVESTISSEMENT	ESSO SOCIETE	BUFFALO GRILL	MAUREL ET PROM	OL GROUPE
COMPAGNIE PLASTIC	ERAMET SA	GEICINA	CEGEREAL	MANUTAN INTERNATION
RENAULT -REGIE	JACQUET METALS SA	COMPAGNIE LA LUCETTE	STE. FONCIERE LYONN.	CGG SA
SOCIETE LDC SA	FFP SA	COVIVIO HOTELS SCA	GEICINA	EXEL INDUSTRIES
VALLOUREC SA	COVIVIO SA	JACQUET METALS SA	NEXITY	BENETEAU SA
ESSO SOCIETE	NEXANS SA	ESSO SOCIETE	BANQUE TARNEAUD	BOURBON CORPORATION
NEXANS SA	ASSURANCES GENERALES	BOLLORE	COVIVIO HOTELS SCA	VICAT SA
SEB SA	GEICINA	BASSAC	ALTAREA	REXEL S.A.
BEL SA	VIVENDI SE	COMPAGNIE CAMBODGE	TOUR EIFFEL SA	VALLOUREC SA
BOURRELIER GROUP SA	MICHELIN	TOUR EIFFEL SA	AFFINE RE SA	SOPRA STERIA
KERING	VICAT SA	RAMSAY GENERALE	EURAZEO	ERAMET SA
VILMORIN & CIE	SOCIETE LDC SA	GAUMONT SA	JACQUET METALS SA	SOCIETE LDC SA
EXACOMPTA CLAIREFONT	BOLLORE	SCOR SE	SCOR SE	LAGARDERE SCA
CAMAIEU	RENAULT -REGIE	EXEL INDUSTRIES	COMPAGNIE LA LUCETTE	GETLINK SE
KAUFMAN & BROAD SA	XPO LOGISTICS	VIVENDI SE	MANUTAN INTERNATION	AIR FRANCE - KLM
GUERBET SA	BEL SA	NEXANS SA	CNIM GRO	TRIGANO
ACANTHE DEVELOPEMEN	AREVA SA	MANUTAN INTERNATION	VIEL & CIE SA	KERING
DASSAULT AVIATION SA	AIR FRANCE - KLM	AFFINE RE SA	THALES SA	SCHNEIDER ELECTRIC
ALAIN AFELLOU	BENETEAU SA	PIERRE ET VACANCES	COVIVIO SA	ROTHSCHILD & CO SCA
ASSURANCES GENERALES	LISTI	ERAMET SA	OL GROUPE	CAPGEMINI SE
CHARGEURS SA	DASSAULT AVIATION SA	SOCIETE LDC SA	RECYLEX SA.	BOIRON SA
SAINT GOBAIN	CNIM GRO	RECYLEX SA.	NRJ GROUP	ARKEMA SA
STE. FONCIERE LYONN.	COMPAGNIE PLASTIC	BEL SA	PIERRE ET VACANCES	ANF IMMOBILIER
AXA SA	SOCIETE B I C SA	DAMARTEX	PIERRE ET VACANCES	ALTEN
PEUGEOT SA	DAMARTEX	VILMORIN & CIE	PIERRE ET VACANCES	SOMFY SA
XPO LOGISTICS	UNIBEL	FINANCIERE DE L'ODET	ARTEA	TELEPERFORMANCE SE

2010	2011	2012	2013	2014
SCOR SE	CEGEREAL	ALCATEL-LUCENT SA	ALTAMIR SCA	ALTAMIR SCA
XPO LOGISTICS	CECINA	TOTAL GABON	TOTAL GABON	MARIE BRIZARD WINE
PIERRE ET VACANCES	FFP SA	BOURSORAMA	BOURSORAMA	LAGARDERE SCA
VIEL & CIE SA	SCOR SE	BURELLE SA	BURELLE SA	TOTAL GABON
ESSO SOCIETE	ICADE	MICHELIN	STE. FONCIERE LYONN.	CNIM GRO
UNIBEL	RENAULT -REGIE	TRIGANO	ARTEA	TRIGANO
DELACHAUX SA	COVIVIO HOTELS SCA	MANUTAN INTERNATIONAL	SCOR SE	AKWEL SA
SARRAN	ESSO SOCIETE	DERICHEBOURG.	COMPAGNIE CAMBODGE	EURAZEO
BEL SA	SOCIETE LDC SA	AXASA	EXEL INDUSTRIES	FONCIERE EURIS
MANUTAN INTERNATIONAL	TOTAL GABON	APRIL SA	INTERPARFUMS SA	APRIL SA
SOMFY SA	MICHELIN	CEGEDIM	FINANCIERE DE L'ODET	SCOR SE
UBISOFT ENTM.	BEL SA	PARROT	NRJ GROUP	GROUPE CRIT
BOURSORAMA	UNIBAIL-RODAMCO	ANF IMMOBILIER	AXA SA	COVIVIO HOTELS SCA
RALYE SA	SANOFI	FFP SA	MANUTAN INTERNATION	SYNERGIE SE
SOCIETE LDC SA	SAMSE SA	TELEVISION FRANCAISE	TELEPERFORMANCE SE	EXEL INDUSTRIES
KERING	ARKEMA SA	SCOR SE	FONCIERE EURIS	SAMSE SA
AXA SA	TOUR EIFFEL SA		BOIRON SA	ARGAN SA
COMPAGNIE PLASTIC	ROBERTET SA	LISTI	CEGEREAL	FINATIS SA
TELEPERFORMANCE SE	BOLLORE	CAPGEMINI SE	APRIL SA	STE. FONCIERE LYONN.
TOTAL GABON	ANF IMMOBILIER	VALEO SA	AXWAY SOFTWARE	NEXITY
SAVENCIA SA	BOURRELIER GROUP SA	TELEPERFORMANCE SE	BEL SA	SOMFY SA
COMPAGNIE DES ALPES	TOTAL SA	ROTHSCHILD & CO SCA	COMPAGNIE PLASTIC	RAMSAY GENERALE
FINATIS SA	STMICROELECTRONICS	RENAULT -REGIE	TOTAL SA	AXWAY SOFTWARE
CAISSE REGIONALE	VIVENDI SE	MERSEN SA	CNIM GRO	MANUTAN INTERNATIONAL
INTERPARFUMS SA	BURELLE SA	SOMFY SA	MICHELIN	FIDUCIAL REAL ESTATE
SANOFI	UNIBEL	TOUR EIFFEL SA	BOLLORE	CEGID GROUP
EURAZEO	ACCOR SA	ASSYSTEM SA	FAURECIA SE	MICHELIN
CASINO GUICHARD PERR	SWORD GROUP	BOIRON SA	SOCIETE LDC SA	COLAS SA
BOURBON CORORATION	CNP ASSURANCES	STE. FONCIERE LYONN.	SAVENCIA SA	TESSI SA
CAISSE RE	ALTAMIR SCA	NRJ GROUP	RENAULT -REGIE	ANF IMMOBILIER

2015	2016	2017	2018	2019
FFP SA	ALTAMIR SCA	ESSO SOCIETE	ESSO SOCIETE	TOTAL GABON
ALTAMIR SCA	ARTEA	ALTAMIR SCA	TIKEHAU CAPITAL	BOURRELIER GROUP SA
ALTAREIT SCA	EURAZEO	CASINO GUICHARD PERR	ASSYSTEM SA	ALTAREIT SCA
VIVENDI SE	CECINA	STE. FONCIERE LYONN.	STE. FONCIERE LYONN.	PLASTIQUES VAL LOIRE
TELEVISION FRANCAISE	STE. FONCIERE LYONN.	AROUNDTOWN SA	GAUMONT SA	AKWEL SA
SCOR SE	AROUNDTOWN SA	IMMOBILIERE DASSAULT	FREY S.A.	PEUGEOT SA
CAISSE RE	ESSO SOCIETE	ARGAN SA	COMPAGNIE CAMBODGE	GROUPE CRIT
COLAS SA	FINANCIERE MONECY SA	ALSTOM SA	FERMIERE DU	SYNERGIE SE
CEGEREAL	IMMOBILIERE DASSAULT	EURAZEO	AROUNDTOWN SA	QUADIENT SA
AXWAY SOFTWARE	CEGEREAL	ROTHSCHILD & CO SCA	CECINA	AROUNDTOWN SA
GROUPE GUILIN SA	AUFEMININ.COM	GALIMMO SCA	MALT FRANC BELGES SA	ARGAN SA
STE. FONCIERE LYONN.	CAISSE RE	RALLYE SA	ARTEA	CNIM GRO
MANUTAN INTERNATION	QUADIENT SA	PEUGEOT SA	GROUPE CRIT	IMERYS
GROUPE CRIT	CNIM GRO	CNIM GRO	GALIMMO SCA	FERMIERE DU
AKWEL SA	JACQUET METALS SA	FREY S.A.	PEUGEOT SA	FAURECIA SE
SYNERGIE SE	SCOR SE	FAURECIA SE	GROUPE PARTOUCHE SA	BASSAC
EXEL INDUSTRIES	APRIL SA	FERMIERE DU	PLASTIQUES VAL LOIRE	STE. FONCIERE LYONN.
APRIL SA	CHARGEURS SA	SOCIETE LDC SA	RENAULT -REGIE	JACQUET METALS SA
CNIM GRO	ARGAN SA	SCOR SE	SANOI	BURELLE SA
SOPRA STERIA	FFP SA	FONCIERE EURIS	ROTHSCHILD & CO SCA	IPSOS SA
SAMSE SA	PSB INDUSTRIES SA	AKWEL SA	IMMOBILIERE DASSAULT	COMPAGNIE PLASTIC
CEGID GROUPE	GROUPE CRIT	COLAS SA	AKWEL SA	MERSEN SA
FIDUCIAL REAL ESTATE	GROUPE GUILIN SA	PLASTIQUES VAL LOIRE	ARGAN SA	FONCIERE INEA
ARGAN SA	LINEDATA SERVICES	FINATIS SA	TOTAL GABON	DERICHEBOURG.
SOCIETE LDC SA	AKWEL SA	MICHELIN	GROUPE GUILIN SA	FREY S.A.
TONNELL. FRANCOIS FR	CFM INDOSUEZ WE	GROUPE CRIT	MICHELIN	TESSI SA
VRANKEN-POMMERY MONO	SYNERGIE SE	CECINA	CARMILA SA	HEXAOM SA
ASSYSTEM SA	PATRIMOINE ET	CAISSE RE	COMPAGNIE LEBON	CECINA
COFACE SA	IPSOS SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	GROUPE SPFI	GROUPE GUILIN SA
AXA SA	ABC ARBITRAGE	SAVENCIA SA	FONCIERE INEA	UNION FIN. FRAN. BA.

**Annexe 5 : Portefeuille P/S-ROIC. Titres présents dans le portefeuille P/S ROIC par
année de 2000 à 2019.**

2000	2001	2002	2003	2004
COMPAGNIE PLASTIC	ESSO SOCIETE	ESSO SOCIETE		SOCIETE LDC SA
BIS SA	TOTAL GABON	COLAS SA	XPO LOGISTICS	COLAS SA
BOUYGUES OFFSHORE SA	COLAS SA	BOLLORE SA	SOCIETE D'EDITION	STEF SA
PIERRE ET VACANCES	KAUFMAN & BROAD SA	EIFPAGE SA	EIFPAGE SA	KAUFMAN & BROAD SA
CNP ASSURANCES	CNP ASSURANCES	SOCIETE D'EDITION	SOCIETE LDC SA	SOCIETE D'EDITION
TOTAL GABON	SOCIETE LDC SA	XPO LOGISTICS	KAUFMAN & BROAD SA	XPO LOGISTICS
SOCIETE LDC SA	BOLLORE SA	VIEL & CIE SA	VINCI	EIFPAGE SA
ALSTOM SA	SYNERGIE SE	VALLOUREC SA	KERING	TRIGANO
DE DIETRICH ET CIE	TRIGANO	CNP ASSURANCES	SEB SA	SEB SA
COLAS SA	BRIOCHE PASQUIER SA	BONDUELLE SA	ASSURANCES GENERALES	BOURRELIER GROUP SA
VINCI	ALSTOM SA	BOLLORE	ALTEN	CARREFOUR S.A.
ELECTRICITE DE STRASBOURG	EIFPAGE SA	TOTAL GABON	CAMAEU	ESSO SOCIETE
DASSAULT AVIATION SA	BOUYGUES OFFSHORE SA	BOUYGUES OFFSHORE SA	MICHELIN	BONDUELLE SA
BENETEAU SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	VINCI	TRIGANO	CASINO GUICHARD PERR
VALEO SA	VIEL & CIE SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	SAVENCIA SA	VINCI
MANTOU BF SA	VINCI	SOCIETE LDC SA	BONDUELLE SA	BOLLORE SA
AVENIR TELECOM	DASSAULT AVIATION SA	TRIGANO	CNP ASSURANCES	SAVENCIA SA
CRED. FONCIER FRANCE	VALEO SA	BOURBON CORPORATION	BOURRELIER GROUP SA	PIERRE ET VACANCES
REMY COINTREAU SA	DE DIETRICH ET CIE	SOPRA STERIA	PEUGEOT SA	ASSURANCES GENERALES
TECHNICOLOR SA	BEL SA	BRIOCHE PASQUIER SA	CARREFOUR S.A.	VALEO SA
LISI	GROUPE CRIT	AIR FRANCE - KLM	VALLOUREC SA	COMPAGNIE PLASTIC
BOURBON CORPORATION	BOURRELIER GROUP SA	MANTOU BF SA	COMPAGNIE PLASTIC	TOTAL SA
EIFPAGE SA	PIERRE ET VACANCES	SAVENCIA SA	BOLLORE SA	CNP ASSURANCES
VILMORIN & CIE	COMPAGNIE PLASTIC	PEUGEOT SA	ATOS SE	VIEL & CIE SA
BRIOCHE PASQUIER SA	LISI	SEB SA	DASSAULT AVIATION SA	RENAULT -REGIE
CHARGEURS SA	PLACOPLATRE LAMBERT	LAGARDERE SCA	TOTAL GABON	CAMAEU
ASSURANCES GENERALES	SOMFY SA	BOURRELIER GROUP SA	BOUYGUES SA	BENETEAU SA
IMERYS	MANTOU BF SA	CHARGEURS SA	BRIOCHE PASQUIER SA	PEUGEOT SA
AIR FRANCE - KLM	VALLOUREC SA	ALSTOM SA	RENAULT -REGIE	BRIOCHE PASQUIER SA
PLACOPLATRE LAMBERT	AIR FRANCE - KLM	FINANCIERE DE L'ODET	SAINT GOBAIN	DASSAULT AVIATION SA

2005	2006	2007	2008	2009
BULL	ESSO SOCIETE	RECYLEX SA.	ESSO SOCIETE	SOCIETE D'EDITION
ESSO SOCIETE	AVENIR TELECOM	ESSO SOCIETE	SYNERGIE SE	SOPRA STERIA
SYNERGIE SE	COLAS SA	JACQUET METALS SA	GROUPE CRIT	DERICHEBOURG.
STEF SA	SYNERGIE SE	SYNERGIE SE	CNIM GRO	COLAS SA
COLAS SA	EIFPAGE SA	NEXANS SA	HERIGE SA	PIERRE ET VACANCES
EIFPAGE SA	JACQUET METALS SA	COLAS SA	HEXAOM SA	TOTAL GABON
SOCIETE LDC SA	CNIM GRO	SOCIETE D'EDITION	RECYLEX SA.	VALLOUREC SA
CNIM GRO	GROUPE CRIT	BASSAC	JACQUET METALS SA	LISI
SOCIETE D'EDITION	XPO LOGISTICS	GROUPE CRIT	VIEL & CIE SA	SOCIETE LDC SA
XPO LOGISTICS	ERAMET SA	HEXAOM SA	KAUFMAN & BROAD SA	XPO LOGISTICS
COMPAGNIE PLASTIC	HEXAOM SA	PIERRE ET VACANCES	SOCIETE D'EDITION	BOUYGUES SA
CARREFOUR S.A.	NEXITY	KAUFMAN & BROAD SA	THALES SA	TOTAL SA
GROUPE CRIT	MICHELIN	CARREFOUR S.A.	COLAS SA	ALTEN
ERAMET SA	SOCIETE D'EDITION	RAMSAY GENERALE	SOPRA STERIA	RAMSAY GENERALE
VALLOUREC SA	SOCIETE LDC SA	SOCIETE LDC SA	DERICHEBOURG.	STEF SA
TRIGANO	TOTAL SA	BUFFALO GRILL	PIERRE ET VACANCES	EXEL INDUSTRIES
SEB SA	KAUFMAN & BROAD SA	CNIM GRO	CARREFOUR S.A.	REXEL S.A.
KAUFMAN & BROAD SA	NEXANS SA	TOTAL SA	TOTAL SA	SEB SA
TOTAL SA	VALLOUREC SA	AVENIR TELECOM	DEVOTEAM SA	MANUTAN INTERNATION
RENAULT -REGIE	DEVOTEAM SA	NEXITY	NEXITY	ERAMET SA
VIEL & CIE SA	DAMARTEX	BOLLORE	AVENIR TELECOM	CARREFOUR S.A.
PIERRE ET VACANCES	ASSURANCES GENERALES	BONDUELLE SA	MANUTAN INTERNATION	BENETEAU SA
CASINO GUICHARD PERR	SAMSE SA	SOPRA STERIA	NEXANS SA	THALES SA
BOURRELIER GROUP SA	CARREFOUR S.A.	DAMARTEX	SAVENCIA SA	CAMAEU
NEXITY	THALES SA	EXEL INDUSTRIES	THERMADOR GROUPE	BOIRON SA
INTERPARFUMS SA	ASSYSTEM SA	BOUYGUES SA	SCOR SE	APRIL SA
SOPRA STERIA	STEF SA	THALES SA	MANTOU BF SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG
BOUYGUES SA	TRIGANO	DEVOTEAM SA	HAULOTTE GROUP	DELACHAUX SA
BONDUELLE SA	COMPAGNIE PLASTIC	VIEL & CIE SA	LISI	AIR FRANCE - KLM
KERING	SOPRA STERIA	BENETEAU SA	SOCIETE LDC SA	PUBLICIS GROUPE SA

2010	2011	2012	2013	2014
XPO LOGISTICS	FAURECIA SE	FAURECIA SE	COMPAGNIE PLASTIC	MARIE BRIZARD WINE
SOCIETE D'EDITION	SOCIETE D'EDITION	ALCATEL-LUCENT SA	BULL	GROUPE CRIT
COLAS SA	COMPAGNIE PLASTIC	SOCIETE D'EDITION	AKKA TECHNOLOGIE	SYNERGIE SE
SOCIETE LDC SA	VALEO SA	VALEO SA	SOCIETE D'EDITION	DIRECT ENERGIE SA
ALSTOM SA	ESSO SOCIETE	COMPAGNIE PLASTIC	VALEO SA	CNIM GRO
VIEL & CIE SA	DERICHEBOURG.	DERICHEBOURG.	COLAS SA	LAGARDERE SCA
PIERRE ET VACANCES	SOCIETE LDC SA	ASSYSTEM SA	ASSYSTEM SA	AKWEL SA
BOUYGUES SA	SOPRA STERIA	COLAS SA	BURELLE SA	SOCIETE D'EDITION
SODEXO	HEXAOM SA	KAUFMAN & BROAD SA	KAUFMAN & BROAD SA	EXEL INDUSTRIES
CNP ASSURANCES	ARKEMA SA	BURELLE SA	FAURECIA SE	TECHNICOLOR SA
SAFRAN	ALSTOM SA	SOPRA STERIA	CNIM GRO	COLAS SA
ESSO SOCIETE	MICHELIN	SYNERGIE SE	SOPRA STERIA	KAUFMAN & BROAD SA
SCOR SE	XPO LOGISTICS	MICHELIN	XPO LOGISTICS	RAMSAY GENERALE
STEF SA	ASSYSTEM SA	ALTEN	EXEL INDUSTRIES	AKKA TECHNOLOGIE
CASINO GUICHARD PERR	BURELLE SA	THALES SA	SOCIETE LDC SA	VALEO SA
UNIBEL	STEF SA	CFAO	STEF SA	BURELLE SA
BEL SA	SODEXO	XPO LOGISTICS	CASINO GUICHARD PERR	TRIGANO
COMPAGNIE PLASTIC	SYNERGIE SE	STEF SA	THALES SA	SOPRA STERIA
SEB SA	RENAULT -REGIE	TOTAL SA	ALTEN	COMPAGNIE PLASTIC
CFAO	BEL SA	BOUYGUES SA	CIS CATERING	SOCIETE LDC SA
AXA SA	COLAS SA	SOCIETE LDC SA	MANITOU BF SA	ASSYSTEM SA
RALLYE SA	SAMSE SA	SODEXO	MICHELIN	STEF SA
RAMSAY GENERALE	TOTAL SA	MANITOU BF SA	TOTAL SA	ALSTOM SA
CAMAIEU	CNP ASSURANCES	AXA SA	ALSTOM SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG
BONDUELLE SA	SCOR SE	CARGEMINI SE	DERICHEBOURG.	FAURECIA SE
CEGEDIM	KAUFMAN & BROAD SA	REXEL S.A.	SODEXO	XPO LOGISTICS
FONCIERE EURIS	UNIBEL	METROPOLE TELEVISION	CARREFOUR S.A.	CARREFOUR S.A.
FINATIS SA	BOUYGUES SA	TRIGANO	ALTARET SCA	BULL
ROTHSCHILD & CO SCA	ALTEN	CARREFOUR S.A.	FINANCIERE DE L'ODET	CASINO GUICHARD PERR
GROUPE CRIT	BONDUELLE SA	INTERPARFUMS SA	FONCIERE EURIS	SODEXO

2015	2016	2017	2018	2019
SYNERGIE SE	CNIM GRO	ESSO SOCIETE	ESSO SOCIETE	SYNERGIE SE
CNIM GRO	SYNERGIE SE	FAURECIA SE	SYNERGIE SE	ALTAREIT SCA
GROUPE CRIT	ESSO SOCIETE	CASINO GUICHARD PERR	GROUPE CRIT	GROUPE CRIT
COLAS SA	GROUPE CRIT	SYNERGIE SE	RECYLEX SA.	FAURECIA SE
DIRECT ENERGIE SA	FAURECIA SE	GROUPE CRIT	KAUFMAN & BROAD SA	PEUGEOT SA
ALTAREIT SCA	JACQUET METALS SA	AIR FRANCE - KLM	FAURECIA SE	CNIM GRO
TECHNICOLOR SA	STEF SA	CNIM GRO	HEXAOM SA	COMPAGNIE PLASTIC
SOCIETE D'EDITION	DIRECT ENERGIE SA	COLAS SA	DERICHEBOURG.	DERICHEBOURG.
SOCIETE LDC SA	SOCIETE LDC SA	PEUGEOT SA	PEUGEOT SA	KAUFMAN & BROAD SA
STEF SA	AKWEL SA	SOCIETE LDC SA	SOCIETE LDC SA	JACQUET METALS SA
AKWEL SA	KAUFMAN & BROAD SA	KAUFMAN & BROAD SA	VOYAGEURS DU MONDE	HEXAOM SA
BURELLE SA	BURELLE SA	VOYAGEURS DU MONDE	COLAS SA	BURELLE SA
KAUFMAN & BROAD SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	DIRECT ENERGIE SA	COMPAGNIE PLASTIC	AKWEL SA
VALEO SA	TRIGANO	TRIGANO	AKWEL SA	MANITOU BF SA
ID LOGISTICS	DEVOTEAM SA	PLASTIQUES VAL LOIRE	BURELLE SA	BOUYGUES SA
CARREFOUR S.A.	BONDUELLE SA	AKWEL SA	PLASTIQUES VAL LOIRE	TESSI SA
ELECTRICITE DE STRASBOURG	SODEXO	STEF SA	SODEXO	BASSAC
ALSTOM SA	VALEO SA	BURELLE SA	JACQUET METALS SA	PLASTIQUES VAL LOIRE
SOPRA STERIA	COLAS SA	VALEO SA	SII	STEF SA
GROUPE GULLIN SA	PSB INDUSTRIES SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	STEF SA	VOYAGEURS DU MONDE
JACQUET METALS SA	DERICHEBOURG.	ALSTOM SA	GROUPE SFP1	COLAS SA
SAMSE SA	SCOR SE	COMPAGNIE PLASTIC	CNIM GRO	TRIGANO
THALES SA	CHARGEURS SA	ORCHESTRA PREM	ELECTRICITE DE STRASBOURG	TOTAL CABON
SCOR SE	EXEL INDUSTRIES	RALLYE SA	XPO LOGISTICS	INEXITY
XPO LOGISTICS	GROUPE GULLIN SA	DEVOTEAM SA	VALEO SA	SOCIETE LDC SA
EXEL INDUSTRIES	ID LOGISTICS	MICHELIN	UMANIS SA	DEVOTEAM SA
BOUYGUES SA	COMPAGNIE PLASTIC	SODEXO	ALTEN	AUBAY SA
COMPAGNIE PLASTIC	MICHELIN	HEXAOM SA	TRIGANO	SII
ALTEN	AUBAY SA	SCOR SE	MANITOU BF SA	UNION FIN. FRAN. BA.
SODEXO	INFOTEL	SOPRA STERIA	DAMARTEX	MICHELIN

**Annexe 6 : Portefeuille PER-ROIC. Titres présents dans le portefeuille PER ROIC par
année de 2000 à 2019.**

2000	2001	2002	2003	2004
PIERRE ET VACANCES	TOTAL GABON	TOTAL GABON	TOTAL GABON	TOTAL GABON
ARTEA	BRICE SA	ESSO SOCIETE	FFP SA	FFP SA
TOTAL GABON	BRIOCHE PASQUIER SA	FFP SA	CAMAIEU	CECINA
COMPAGNIE CAMBODGE	KAUFMAN & BROAD SA	BOUYGUES OFFSHORE SA	COLAS SA	CAMAIEU
DASSAULT AVIATION SA	WENDEL SE	SOCIETE D'EDITION	DASSAULT AVIATION SA	DASSAULT AVIATION SA
CARMILAS SA	FFP SA	UNION FIN. FRAN. BA.	TRIGANO	KAUFMAN & BROAD SA
BOUYGUES OFFSHORE SA	CIE GEN D'IND & PART	MANITOU BF SA	BRIOCHE PASQUIER SA	BENETEAU SA
DE DIETRICH ET CIE	ELECTRICITE DE STRASBOURG	BRIOCHE PASQUIER SA	ALTEN	DANONE SA
ELECTRICITE DE STRASBOURG	PLACOPLATRE LAMBERT	BENETEAU SA	PLACOPLATRE LAMBERT	VICAT SA
BRIOCHE PASQUIER SA	AVENIR TELECOM	VICAT SA	KAUFMAN & BROAD SA	GROUPE COFACE
SOCIETE LDC SA	VALEO SA	VIEL & CIE SA	BENETEAU SA	TRIGANO
BIS SA	UNION FIN. FRAN. BA.	ELIFFAGE SA	ALAIN AFLELOU	SOCIETE LDC SA
UNION FIN. FRAN. BA.	ALGECO SA	COLAS SA	VICAT SA	SEB SA
REMY COINTREAU SA	BOUYGUES OFFSHORE SA	ALGECO SA	ALGECO SA	COLAS SA
VILMORIN & CIE	DASSAULT AVIATION SA	LISI	XPO LOGISTICS	RENAULT -REGIE
LISI	VICAT SA	GROUPE COFACE	ASSURANCES GENERALES	BOIRON SA
CRED. FONCIER FRANCE	ROTHSCHILD & CO SCA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	SEB SA	TOTAL SA
BRICE SA	BEL SA	VALLOUREC SA	MANITOU BF SA	SOCIETE D'EDITION
ALGECO SA	COMPAGNIE PLASTIC	AIR FRANCE - KLM	ELIFFAGE SA	ELIFFAGE SA
MANITOU BF SA	REMY COINTREAU SA	SOCIETE ANONYME	UNION FIN. FRAN. BA.	SOMFY SA
PLACOPLATRE LAMBERT	COLAS SA	GL EVENTS	BONDELLE SA	BOURRELIER GROUP SA
VICAT SA	PIERRE ET VACANCES	PLACOPLATRE LAMBERT	BEGHIN-SAY SA	ASSURANCES GENERALES
BENETEAU SA	DE DIETRICH ET CIE	SOMFY SA	BOURBON CORPORATION	XPO LOGISTICS
VALEO SA	CIE FIN SAINT-HONORE	ASSURANCES GENERALES	AVENTIS	PLACOPLATRE LAMBERT
FFP SA	MANITOU BF SA	CFM INDOSUEZ WE	ATOS SE	COVIVIO SA
CIE GEN D'IND & PART	LISI	BOURBON CORPORATION	VALLOUREC SA	STEF SA
LABORATOIRES ARKOPHA	CNP ASSURANCES	EURAZEO	PEUGEOT SA	BANQUE TARNEAUD
COMPAGNIE PLASTIC	BOIRON SA	GROUPE PARTOUCHE SA	VINCI	PIERRE ET VACANCES
CNP ASSURANCES	SOCIETE LDC SA	CHARGEURS SA	SAFRAN	QUADIENT SA
WENDEL SE	SOMFY SA	DASSAULT AVIATION SA	BOURRELIER GROUP SA	PEUGEOT SA

2005	2006	2007	2008	2009
BENETEAU SA	UNIBAIL-RODAMCO	RECYLEX SA.	RECYLEX SA.	TOTAL GABON
TOTAL GABON	ERAMET SA	UNIBAIL-RODAMCO	ALTAREA	VALLOUREC SA
NEXITY	TOTAL SA	CEGEREAL	TOTAL GABON	ERAMET SA
CAMAIEU	NEXITY	TOTAL GABON	ALTAMIR SCA	BENETEAU SA
SEB SA	ESSO SOCIETE	COMPAGNIE LA LUCETTE	VALLOUREC SA	SOPRA STERIA
FFP SA	COVIVIO SA	BASSAC	ESSO SOCIETE	MANUTAN INTERNATION
TOTAL SA	TOTAL GABON	MAUREL ET PROM	KAUFMAN & BROAD SA	TOTAL SA
VICAT SA	JACOQUET METALS SA	ESSO SOCIETE	ABC ARBITRAGE	UNION FIN. FRAN. BA.
RENAULT -REGIE	VIVENDI SE	VIVENDI SE	STE. FONCIERE LYONN.	CAMAIEU
VIEL & CIE SA	COVIVIO HOTELS SCA	COVIVIO HOTELS SCA	CECINA	PIERRE ET VACANCES
COMPAGNIE PLASTIC	L'OREAL SA	TOTAL SA	CEGEREAL	EXEL INDUSTRIES
WENDEL SE	FFP SA	JACOQUET METALS SA	JACOQUET METALS SA	LISI
INTERPARFUMS SA	UNION FIN. FRAN. BA.	NEXANS SA	BANQUE TARNEAUD	DERICHEBOURG.
KAUFMAN & BROAD SA	INTERPARFUMS SA	NEXITY	THERMADOR GROUPE	VICAT SA
UNION FIN. FRAN. BA.	BAIL. INVESTISSEMENT	KAUFMAN & BROAD SA	TOTAL SA	COLAS SA
STEEF SA	BENETEAU SA	BOLLORE	TOUR EIFFEL SA	CGG SA
BOURBON CORPORATION	CECINA	SOLOCAL GROUP SA	SYNERGIE SE	SCHNEIDER ELECTRIC
PIERRE ET VACANCES	BOURBON CORPORATION	COMPAGNIE CAMBODGE	COVIVIO HOTELS SCA	PUBLICIS GROUPE SA
PLACOPLATRE LAMBERT	IPSEN SA	ERAMET SA	THALES SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG
TRIGANO	ASSURANCES GENERALES	PIERRE ET VACANCES	HAULOTTE GROUP	APRIL SA
CNIM GRO	MICHELIN	CECINA	NEXITY	BOUYGUES SA
ALAIN AFPELELOU	ORANGE SA	TOUR EIFFEL SA	GROUPE CRIT	DANONE SA
BOURRELIER GROUP SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	HAULOTTE GROUP	HERIGE SA	BOURBON CORPORATION
COLAS SA	AVENIR TELECOM	COVIVIO SA	HEXAOM SA	SEB SA
XPO LOGISTICS	SOMFY SA	THERMADOR GROUPE	UNION FIN. FRAN. BA.	BOURSORAMA
DASSAULT AVIATION SA	CAMAIEU	ASSURANCES GENERALES	EURAZEO	ANF IMMOBILIER
METROPOLE TELEVISION	MANITOU BF SA	UNION FIN. FRAN. BA.	AFFINE RE SA	SOMFY SA
SOMFY SA	CNIM GRO	SOMFY SA	MANUTAN INTERNATION	SOCIETE D'EDITION
MANITOU BF SA	RENAULT -REGIE	EXEL INDUSTRIES	BOURBON CORPORATION	WENDEL SE
ASSURANCES GENERALES	EIFFAGE SA	CNIM GRO	SCOR SE	LAGARDERE SCA

2010	2011	2012	2013	2014
ABC ARBITRAGE	ICADE	SOPRA STERIA	TOTAL GABON	LAGARDERE SCA
CAMAIEU	ALSTOM SA	ALCATEL-LUCENT SA	MICHELIN	AKWEL SA
TOTAL GABON	CAMAIEU	TOTAL GABON	AKKA TECHNOLOGIE	LECTRA
ICADE	ABC ARBITRAGE	FAURECIA SE	COMPAGNIE PLASTIC	ELECTRICITE DE STRASBOURG
ALSTOM SA	TOTAL SA	SOMFY SA	METROPOLE TELEVISION	ALTAMIR SCA
QUADIENT SA	UNION FIN. FRAN. BA.	VALEO SA	ABC ARBITRAGE	TOTAL GABON
VALLOUREC SA	TOTAL GABON	COMPAGNIE PLASTIC	TESSI SA	INTERPARFUMS SA
COLAS SA	COMPAGNIE PLASTIC	MICHELIN	QUADIENT SA	SOPRA STERIA
XPO LOGISTICS	PARROT	BURELLE SA	ASSYSTEM SA	AKKA TECHNOLOGIE
DELACHAUX SA	TELEVISION FRANCAISE	WENDEL SE	VALEO SA	KAUFMAN & BROAD SA
INTERPARFUMS SA	APRIL SA	PARROT	ELECTRICITE DE STRASBOURG	CNIM GRO
BOUYGUES SA	THERMADOR GROUPE	ASSYSTEM SA	KAUFMAN & BROAD SA	MERCIALYS
APRIL SA	ARKEMA SA	DERICHEBOURG.	THERMADOR GROUPE	TESSI SA
VIEL & CIE SA	BEL SA	METROPOLE TELEVISION	BURELLE SA	DIRECT ENERGIE SA
SOMFY SA	BOIRON SA	TOTAL SA	BOIRON SA	QUADIENT SA
SCOR SE	ELECTRICITE DE STRASBOURG	KAUFMAN & BROAD SA	TOTAL SA	ALTEN
BUREAU VERIT	SOCIETE LDC SA	UNION FIN. FRAN. BA.	EXEL INDUSTRIES	ALSTOM SA
BOIRON SA	MICHELIN	ABC ARBITRAGE	STE. FONCIERE LYONN.	BOIRON SA
ELECTRICITE DE STRASBOURG	SANOI	ALTEN	UNION FIN. FRAN. BA.	THERMADOR GROUPE
SWORD GROUP	SCOR SE	INTERPARFUMS SA	ALTEN	AXWAY SOFTWARE
PUBLICIS GROUPE SA	EURO RESSOURCES	APRIL SA	FAURECIA SE	MICHELIN
VETOQUINOL SA	DELACHAUX SA	COVIVIO HOTELS SCA	INTERPARFUMS SA	RAMSAY GENERALE
PIERRE ET VACANCES	SWORD GROUP	ELECTRICITE DE STRASBOURG	PARROT	ASSYSTEM SA
MANUTAN INTERNATION	SOCIETE DEDITION	THERMADOR GROUPE	APRIL SA	EXEL INDUSTRIES
SOCIETE B I C SA	XPO LOGISTICS	TELEVISION FRANCAISE	SOCIETE DEDITION	SAFRAN
METROPOLE TELEVISION	METROPOLE TELEVISION	VIVENDI SE	SOPRA STERIA	UNION FIN. FRAN. BA.
SOCIETE LDC SA	ROBERTET SA	ROTHSCHILD & CO SCA	SCOR SE	TRIGANO
RAMSAY GENERALE	QUADIENT SA	SOCIETE DEDITION	THALES SA	METROPOLE TELEVISION
SOCIETE D'EDITION	VALEO SA	SAFRAN	COLAS SA	COLAS SA
BOURBON CORPORATION	ILIAD SA	AXA SA	MERCIALYS	SOMFY SA

2015	2016	2017	2018	2019
TELEVISION FRANÇAISE	AROUNDTOWN SA	ALSTOM SA	GAUMONT SA	COMPAGNIE PLASTIC
COLAS SA	EURAZEO	ALTAMIR SCA	ESSO SOCIETE	BASSAC
WORLDLINE SA	AUFEMININ.COM	CNIM GRO	X FAB SILICON	TRIGANO
CNIM GRO	ARTEA	CASINO GUICHARD PERR	AROUNDTOWN SA	GROUPE CRIT
VIVENDI SE	CNIM GRO	AROUNDTOWN SA	STE. FONCIERE LYONN.	UNION FIN. FRAN. BA.
GROUPE CRIT	ALTAMIR SCA	GAZTRANSPORT	TIKEHAU CAPITAL	SYNERGIE SE
ALTAMIR SCA	GROUPE GULLIN SA	STE. FONCIERE LYONN.	GALIMMO SCA	AKWEL SA
ALTAREIT SCA	GAZTRANSPORT	AIR FRANCE - KLM	GEICINA	ARGAN SA
SYNERGIE SE	GROUPE CRIT	FAURECIA SE	UMANIS SA	ALTAREIT SCA
AKWEL SA	SYNERGIE SE	AKWEL SA	AKWEL SA	AROUNDTOWN SA
UNION FIN. FRAN. BA.	STE. FONCIERE LYONN.	ARGAN SA	EURO RESSOURCES	FAURECIA SE
GROUPE GULLIN SA	UNION FIN. FRAN. BA.	UNION FIN. FRAN. BA.	SAFRAN	TOTAL GABON
THALES SA	ELECTRICITE DE STRASBOURG	ELECTRICITE DE STRASBOURG	ELECTRICITE DE STRASBOURG	PLASTIQUES VAL LOIRE
ELECTRICITE DE STRASBOURG	AKWEL SA	ABC ARBITRAGE	FREY S.A.	JACQUET METALS SA
QUADIENT SA	CEGEREAL	EURONEXT NV	MALT FRANC BELGES SA	KAUFMAN & BROAD SA
GAZTRANSPORT	PSB INDUSTRIES SA	GROUPE CRIT	FERMIERE DU	BURELLE SA
ABC ARBITRAGE	QUADIENT SA	IMMOBILIERE DASSAULT	GAZTRANSPORT	METROPOLTELEVISION
KLEPIERRE SA	LINEDATA SERVICES	EURO RESSOURCES	GROUPE CRIT	PEUGEOT SA
MICHELIN	FINANCIERE MONCEY SA	ROTHSCHILD & CO SCA	UNION FIN. FRAN. BA.	ROTHSCHILD & CO SCA
EXEL INDUSTRIES	BOIRON SA	SOCIETE IMMOBILIERE	TEAM SA	TESSI SA
MERCIALYS	ARGAN SA	SYNERGIE SE	SOCIETE IMMOBILIERE	HEXAOM SA
SCOR SE	SOCIETE MARSEILLAIS	LINEDATA SERVICES	SYNERGIE SE	BOURELIER GROUP SA
THERMADOR GROUPE	ABC ARBITRAGE	PLASTIQUES VAL LOIRE	PLASTIQUES VAL LOIRE	MICHELIN
VINCI	HAULOTTE GROUP	ESSO SOCIETE	ASSYSTEM SA	QUADIENT SA
BURELLE SA	CFM INDOSUEZ WE	METROPOLTELEVISION	CNIM GRO	ARKEMA SA
BOIRON SA	LYMH MOET HENNESSY	DELTA PLUS GROUP	ARGAN SA	IMERYS
TONNELL. FRANCOIS FR	METROPOLTELEVISION	PEUGEOT SA	BASSAC	CNIM GRO
ALTEN	LECTRA	TRIGANO	FAURECIA SE	DERICHEBOURG.
VALEO SA	INFOTEL	VALEO SA	MICHELIN	IPSOS SA
SOCIETELDC SA	BURELLE SA	KAUFMAN & BROAD SA	SANOPI	FREY S.A.

Annexe 7 : Rendements annualisés et évolutions des encours des portefeuilles Value-Quality pour l'ensemble de l'analyse longitudinale (1999-2019).

Année	P/CF ROIC		P/B ROIC		P/S ROIC		PER ROIC		Univers	
	Rendement	Encours	Rendement	Encours	Rendement	Encours	Rendement	Encours	Rendement	Encours
1999		1 000 000,00 €		1 000 000,00 €		1 000 000,00 €		1 000 000,00 €		1 000 000,00 €
2000	25,70%	1 257 011,87 €	25,95%	1 259 486,10 €	23,24%	1 232 373,55 €	22,13%	1 221 273,61 €	9,91%	1 099 055,71 €
2001	-2,06%	1 231 165,61 €	0,29%	1 263 187,99 €	-0,66%	1 224 271,53 €	-0,03%	1 220 878,10 €	-14,16%	943 470,44 €
2002	0,88%	1 242 058,95 €	0,57%	1 270 425,74 €	0,14%	1 225 942,62 €	2,64%	1 253 148,11 €	-15,96%	792 854,98 €
2003	28,51%	1 596 218,83 €	31,34%	1 668 529,40 €	29,97%	1 593 305,82 €	29,51%	1 622 914,03 €	23,62%	980 088,86 €
2004	32,63%	2 117 090,51 €	35,48%	2 260 537,73 €	23,50%	1 967 806,90 €	32,55%	2 151 105,53 €	22,13%	1 197 007,38 €
2005	54,29%	3 266 483,89 €	39,13%	3 145 018,68 €	41,51%	2 784 641,02 €	36,13%	2 928 356,09 €	32,10%	1 581 231,96 €
2006	37,23%	4 482 758,87 €	41,47%	4 449 252,07 €	32,01%	3 675 904,22 €	33,97%	3 923 194,35 €	24,93%	1 975 405,65 €
2007	5,52%	4 730 152,21 €	7,00%	4 760 885,76 €	0,11%	3 680 123,16 €	1,73%	3 990 877,23 €	1,49%	2 004 876,35 €
2008	-47,08%	2 503 288,76 €	-47,61%	2 494 114,80 €	-52,31%	1 755 166,87 €	-49,09%	2 031 607,76 €	-45,52%	1 092 304,07 €
2009	49,95%	3 753 597,69 €	56,36%	3 899 918,13 €	46,16%	2 565 403,07 €	46,92%	2 984 903,16 €	39,37%	1 522 290,53 €
2010	18,57%	4 450 783,46 €	28,30%	5 003 437,18 €	18,90%	3 050 172,98 €	18,17%	3 527 391,59 €	16,53%	1 773 982,08 €
2011	-11,65%	3 932 159,42 €	-10,03%	4 501 838,11 €	-15,28%	2 584 233,53 €	-8,26%	3 236 168,74 €	-17,72%	1 459 654,33 €
2012	22,17%	4 804 019,04 €	21,39%	5 464 731,52 €	20,63%	3 117 297,73 €	23,82%	4 007 038,26 €	19,53%	1 744 693,97 €
2013	54,17%	7 406 593,49 €	57,54%	8 609 005,06 €	43,83%	4 483 615,16 €	45,25%	5 820 383,86 €	31,95%	2 302 116,48 €
2014	15,35%	8 543 155,62 €	11,42%	9 592 426,14 €	15,45%	5 176 180,55 €	10,88%	6 453 689,79 €	7,77%	2 480 933,20 €
2015	38,64%	11 844 587,01 €	29,81%	12 451 750,46 €	39,44%	7 217 561,90 €	25,11%	8 074 302,42 €	18,70%	2 944 969,17 €
2016	21,16%	14 350 539,77 €	21,10%	15 078 735,67 €	26,72%	9 146 120,75 €	19,37%	9 638 282,48 €	10,60%	3 257 041,88 €
2017	26,25%	18 118 185,38 €	23,71%	18 653 897,51 €	28,08%	11 714 228,54 €	32,55%	12 775 289,54 €	21,90%	3 970 278,28 €
2018	-21,77%	14 173 675,46 €	-11,53%	16 503 592,84 €	-28,04%	8 430 138,02 €	-12,78%	11 142 908,68 €	-16,16%	3 328 666,45 €
2019	17,70%	16 681 934,50 €	18,86%	19 616 943,01 €	15,34%	9 723 471,15 €	17,74%	13 119 250,80 €	19,38%	3 973 903,64 €

**Annexe 8 : Tableau récapitulatif des risques et performances pour les portefeuilles VQ
France sur la période 1999-2019.**

<i>Portefeuilles</i>	P/CF-ROIC	P/B-ROIC	P/S-ROIC	PER-ROCE	Univers
<i>Rendement annualisé (1999-2019)</i>	15,11%	16,05%	12,04%	13,74%	7,14%
<i>1 000 000 € devient</i>	16 681 934,50 €	19 616 943,03 €	9 723 471,15 €	13 119 250,80 €	3 973 903,64 €
<i>Rendement annuel Max</i>	54,29%	57,54%	46,16%	46,92%	39,37%
<i>Rendement annuel Min</i>	-47,08%	-47,61%	-52,31%	-49,09%	-45,52%
<i>Nombre d'années > à l'indice</i>	17	18	16	18	
<i>Nombre d'années < à l'indice</i>	3	2	4	2	
<i>Rendement annualisé (1999-2004)</i>	16,18%	17,72%	14,50%	16,56%	3,66%
<i>Rendement annualisé (2004-2009)</i>	12,14%	11,52%	5,45%	6,77%	4,93%
<i>Rendement annualisé (2009-2014)</i>	18,88%	19,72%	15,07%	16,67%	10,26%
<i>Rendement annualisé (2014-2019)</i>	14,32%	15,38%	13,44%	15,24%	9,88%
<i>Alpha de Jensen</i>	0,07	0,09	0,05	0,07	
<i>Déviation standard</i>	25,62%	24,71%	25,23%	22,70%	21,39%
<i>Béa</i>	1,09	1,06	1,06	0,98	1,00
<i>Ratio de Sortino</i>	0,70	0,68	0,48	0,56	0,43
<i>Ratio de Sharpe</i>	0,53	0,59	0,42	0,54	0,26
<i>% des périodes positives (5 ans)</i>	94,00%	100,00%	88,00%	94,00%	88,00%
<i>Max drawdown 5 ans</i>	-12,28%	0,00%	-29,70%	-17,51%	-26,11%

Annexe 9 : Tests de normalité sur la base des rendements annualisés (Shapiro-Wilk).

	P/CF ROIC	P/B ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	Univers
<i>Périodes 5 ans</i>					
1999-2004	0,120	0,112	0,105	0,230	0,154
2000-2005	0,512	0,062	0,373	0,092	0,100
2001-2006	0,699	0,036	0,433	0,013	0,022
2002-2007	0,829	0,075	0,432	0,012	0,159
2003-2008	0,389	0,065	0,271	0,055	0,129
2004-2009	0,234	0,268	0,191	0,201	0,200
2005-2010	0,539	0,499	0,499	0,538	0,200
2006-2011	0,995	0,996	0,995	0,966	0,994
2007-2012	0,831	0,871	0,695	0,752	0,653
2008-2013	0,552	0,463	0,373	0,487	0,403
2009-2014	0,650	0,951	0,549	0,967	0,626
2010-2015	0,961	0,976	0,531	0,913	0,514
2011-2016	0,358	0,243	0,611	0,490	0,610
2012-2017	0,0661	0,326	0,768	0,976	0,782
2013-2018	0,326	0,325	0,150	0,562	0,268
2014-2019	0,227	0,064	0,152	0,192	0,038
Toutes les périodes	0,455	0,356	0,551	0,140	0,688
<i>Périodes 10 ans</i>					
1999-2009	0,319	0,227	0,093	0,075	0,388
2000-2010	0,426	0,194	0,124	0,094	0,263
2001-2010	0,581	0,303	0,281	0,166	0,254
2002-2012	0,317	0,148	0,112	0,065	0,060
2003-2013	0,232	0,210	0,109	0,081	0,065
2004-2014	0,322	0,453	0,160	0,230	0,184
2005-2015	0,407	0,496	0,168	0,270	0,212
2006-2016	0,429	0,437	0,183	0,245	0,290
2007-2017	0,182	0,204	0,037	0,088	0,085
2008-2018	0,501	0,335	0,144	0,554	0,313
2009-2019	0,414	0,302	0,160	0,546	0,052
Toutes les périodes	0,283	0,170	0,024	0,093	0,555
<i>Période 20 ans (sur les basse des rendement annuels</i>					
Toutes les années	0,303	0,319	0,043	0,067	0,044

Annexe 10 : Tests de normalité sur la base des ratios de Sharpe (Shapiro-Wilk).

	P/CF ROIC	P/B ROIC	P/S ROIC	PER ROIC	Univers
<i>Périodes 5 ans</i>					
Shapiro-Wilk	0,246	0,366	0,115	0,087	0,015
<i>Périodes 10 ans</i>					
Shapiro-Wilk	0,002	<0,001	<0,001	<0,001	0,012

Annexe 11 : Les dix principes du Pacte mondial.

Domaines	Numéros	Principes
DROITS DE L'HOMME	Principe 1	Les entreprises sont invitées à promouvoir et à respecter la protection du droit international relatif aux droits de l'homme dans leur sphère d'influence ;
DROITS DE L'HOMME	Principe 2	A veiller à ce que leurs propres compagnies ne se rendent pas complices de violations des droits de l'homme.
NORMES DU TRAVAIL	Principe 3	Les entreprises sont invitées à respecter la liberté d'association et à reconnaître le droit de négociation collective,
NORMES DU TRAVAIL	Principe 4	L'élimination de toutes les formes de travail forcé ou obligatoire,
NORMES DU TRAVAIL	Principe 5	L'abolition effective du travail des enfants,
NORMES DU TRAVAIL	Principe 6	L'élimination de la discrimination en matière d'emploi et de profession.
ENVIRONNEMENT	Principe 7	Les entreprises sont invitées à appliquer l'approche de précaution face aux problèmes touchant l'environnement,
ENVIRONNEMENT	Principe 8	A entreprendre des initiatives tendant à promouvoir une plus grande responsabilité en matière d'environnement,
ENVIRONNEMENT	Principe 9	A favoriser la mise au point et la diffusion de technologies respectueuses de l'environnement.
LUTTE CONTRE LA CORRUPTION	Principe 10	Les entreprises sont invitées à agir contre la corruption sous toutes ses formes, y compris l'extorsion de fonds et les pots-de-vin.

Annexe 12 : Classement ESG des entreprises du SBF120 par décile⁷²².

	SU	RO	VI	RE	Ecart type standard
Iliad SA	10	10	10	10	0,00
Dassault Aviation SA	10	9	10	10	0,50
SES SA	10	9	10	10	0,50
Rémy Cointreau SA	10	10	9	9	0,58
Bouygues SA	8	7	6	7	0,82
Publicis Groupe SA	4	4	5	3	0,82
SCOR SE	8	9	8	7	0,82
EssilorLuxottica SA	7	7	9	8	0,96
Peugeot SA	1	3	1	2	0,96
Safran SA	9	9	7	10	1,26
Valeo SA	1	3	3	4	1,26
Danone	3	4	1	2	1,29
Edenred	6	5	8	7	1,29
Carrefour SA	5	2	1	3	1,71
Ipsen SA	9	6	10	8	1,71
Airbus SE	6	6	9	5	1,73
bioMérieux	3	4	7	6	1,83
Kering	2	2	3	6	1,89
Klepierre SA	3	7	4	3	1,89
Michelin-B	3	6	2	2	1,89
Sodexo	5	1	5	4	1,89
Solvay SA	6	6	2	5	1,89
Arkema SA	7	2	4	4	2,06
Dassault Systemes SA	8	5	8	10	2,06
Suez Environnement Co	4	4	1	6	2,06
STMicroelectronics NV	4	3	6	1	2,08
SEB SA	5	8	3	4	2,16
Vinci SA	9	5	4	5	2,22
Air Liquide SA	9	9	5	5	2,31
Cap Gemini SA	1	4	6	6	2,36
Pernod-Ricard SA	5	7	2	7	2,36
Crédit Agricole S.A.	9	8	4	9	2,38
Getlink SE	8	5	10	5	2,45
Orange SA	6	8	2	6	2,52
ArcelorMittal SA	7	8	6	2	2,63
Faurecia	4	10	9	8	2,63
Vivendi SA	7	6	4	1	2,65
Engie SA	8	2	3	3	2,71
Thales SA	7	3	9	9	2,83
Covivio	2	1	1	7	2,87
Sanofi-Aventis SA	6	1	6	1	2,89
Total SA	2	3	8	1	3,11
Alstom SA	5	2	8	1	3,16
Bureau Veritas SA	3	1	7	8	3,30
Schneider Electr	1	1	2	8	3,37
Natixis	1	7	5	9	3,42
Renault SA	10	9	7	2	3,56
AtoS	2	1	5	9	3,59
Eurazeo	2	8	2	9	3,77
Eiffage SA	10	10	9	2	3,86
Accor SA	1	10	3	4	3,87
Gecina SA	4	10	7	1	3,87
Amundi SA	2	5	1	10	4,04
Wendel	9	2	10	3	4,08

⁷²² SU = Sustainalytics, RO = Robecco, VI = Vigeo Eiris, RE = Refinitiv.

Nom	SU	RO	VI	RE	Ecart type standard
Peugeot SA	1	1	1	1	0,00
Rémy Cointreau SA	4	4	4	4	0,00
Dassault Aviation SA	4	4	4	4	0,00
Iliad SA	4	4	4	4	0,00
SES SA	4	4	4	4	0,00
Danone	1	2	1	1	0,50
Publicis Groupe SA	2	2	2	1	0,50
Valeo SA	1	2	2	2	0,50
Sodexo	2	1	2	2	0,50
Bouygues SA	4	3	3	3	0,50
SCOR SE	3	4	3	3	0,50
Ipsen SA	4	3	4	4	0,50
Safran SA	4	4	3	4	0,50
Carrefour SA	2	1	1	2	0,58
bioMérieux	2	2	3	3	0,58
EssilorLuxottica SA	3	3	4	4	0,58
STMicroelectronics NV	2	2	3	1	0,82
Klepierre SA	2	3	2	1	0,82
Arkema SA	3	1	2	2	0,82
Airbus SE	3	3	4	2	0,82
Suez Environnement Co	2	2	1	3	0,82
Edenred	3	2	4	3	0,82
Alstom SA	2	1	3	1	0,96
Vivendi SA	3	3	2	1	0,96
Michelin-B	2	3	1	1	0,96
Engie SA	3	1	1	2	0,96
Solvay SA	3	3	1	2	0,96
Kering	1	1	2	3	0,96
Cap Gemini SA	1	2	3	3	0,96
Pernod-Ricard SA	2	3	1	3	0,96
Faurecia	2	4	4	3	0,96
Thales SA	3	2	4	4	0,96
Dassault Systemes SA	3	2	4	4	0,96
Total SA	1	1	3	1	1,00
ArcelorMittal SA	3	3	3	1	1,00
SEB SA	2	4	2	2	1,00
Vinci SA	4	2	2	2	1,00
Orange SA	3	3	1	3	1,00
Covivio	1	1	1	3	1,00
Schneider Electr	1	1	1	3	1,00
Crédit Agricole S.A.	4	4	2	4	1,00
Sanofi-Aventis SA	3	1	3	1	1,15
Getlink SE	4	2	4	2	1,15
Air Liquide SA	4	4	2	2	1,15
Bureau Veritas SA	1	1	3	3	1,15
Gecina SA	2	4	3	1	1,29
Natixis	1	3	2	4	1,29
Renault SA	4	4	3	1	1,41
Accor SA	1	4	1	2	1,41
AtoS	1	1	2	4	1,41
Amundi SA	1	2	1	4	1,41
Eiffage SA	4	4	4	1	1,50
Wendel	4	1	4	2	1,50
Eurazeo	1	3	1	4	1,50

**Annexe 13 : Politiques d'investissement des 37 fonds ISR analysés. Informations
extraites des différents documents d'information clés pour l'investisseur (DICI) publiés
par les sociétés de gestion.**

Fonds 1 : FR0011451947

L'univers d'analyse, constitué des valeurs composant les indices MSCI EMU Small Cap Net Return et MSCI EMU Mid Cap Net Return, est analysé à partir de critères d'investissement socialement responsables (ISR) afin d'identifier les entreprises ayant les meilleures pratiques en matière de développement durable selon l'analyse de LBP AM et de TFSA, et ainsi de déterminer le seuil de sélectivité de 20% à respecter. Cette analyse se fonde sur une notation élaborée et fournie par LBP AM, et sur l'expertise interne des gérants de TFSA. LBP AM applique, selon une pondération propre à chaque secteur, les 4 piliers suivants : gouvernance responsable (évaluation de l'organisation et de l'efficacité des pouvoirs), gestion durable des ressources (étudier des impacts environnementaux et du capital humain), transition économique et énergétique (évaluation de la stratégie en faveur de la transition énergétique) et développement des territoires (analyse de la stratégie en matière d'accès aux services de base). Plusieurs critères sont identifiés pour chaque pilier et suivis par le biais d'indicateurs collectés auprès d'agences de notation extra-financières. TFSA utilise la notation LBP AM comme un outil quantitatif d'aide à la décision, de façon à exclure les valeurs les moins bien notées. La méthodologie mise en place par LBP AM permet de réduire les biais, notamment capitalistiques ou sectoriels, qui seraient de nature à pouvoir améliorer artificiellement la note par le jeu de décisions d'allocations. La liste d'exclusions de LBP AM sert de second filtre. En effet, un comité d'exclusion, propre à LBP AM, établit une liste d'exclusions après analyse des controverses ou allégations ESG, définies notamment comme des violations sévères, systématiques et sans mesures correctives des droits ou des atteintes en matière ESG. La liste d'exclusions inclut également des secteurs controversés comme le tabac, le charbon et les jeux d'argent. Après application de ces deux filtres (comité d'exclusion et note quantitative), l'univers d'analyse est épuré de 20% de valeurs sur la base de considérations extra-financières (valeurs les moins bien notées et/ou exclues), de manière à définir l'univers d'investissement ISR du FCP (ci-après, l'« univers réduit »), qui correspond à une intégration ESG avec un engagement significatif dans la gestion, LBP AM met en place la stratégie ISR du portefeuille). Ensuite, TFSA et LBP AM procèdent chacune à leur propre analyse qualitative des émetteurs. Le cas échéant, TFSA peut proposer une modification de la note quantitative, modification soumise à approbation par un comité ad hoc de LBP AM. LBP AM et TFSA restent ainsi seuls juges de l'opportunité d'un investissement et de la qualité extra-financière des émetteurs, qui

est exprimée selon une note finale comprise entre 1 et 10. La note ISR de 1 représentant une forte qualité extra-financière et celle de 10 une faible qualité extra-financière.

Cette gestion est discrétionnaire et relève d'une stratégie de sélection de titres (*stock picking*), reposant sur l'analyse fondamentale (*business models*, soutenabilité des avantages compétitifs et du *pricing power*, identification des effets de leviers financiers et analyse des risques potentiels) et les rencontres avec les dirigeants des sociétés. Cette approche fondamentale et le potentiel de valorisation à moyen terme sont les éléments privilégiés de cette sélection permettant la construction du portefeuille. Pour la poche déléguée à Tocqueville Finance SA, les valeurs seront choisies à l'issue du travail de recherche financière et extra-financière (selon les trois critères ESG) effectué en interne par les équipes concernées chez Tocqueville Finance. TFSA prend ainsi en compte de manière simultanée et systématique les critères « environnement » (émissions de CO2 scope 1 & 2 (à noter que TFSA a choisi de ne pas intégrer le scope 3 en raison de problèmes d'accessibilité et de fiabilité des données sur ledit scope 3 et plus largement en raison du manque de comparabilité des données entre sociétés), quantité de déchets générés et recyclés, etc.), « social » (turnover des employés, nombre d'accidents, etc.) et « gouvernance » (part des femmes au conseil ou encore la mise en place d'un dispositif anti-corruption, etc.). Les titres sont sélectionnés principalement au sein de l'univers réduit ; ils peuvent également être sélectionnés, en dehors de l'univers réduit et de l'univers d'analyse, sur les marchés des actions émises par les petites et moyennes sociétés de l'Union européenne ou de l'espace économique européen, dans la limite de 10% de l'univers d'analyse et sous réserve que ces titres respectent les contraintes du Label ISR et qu'ils disposent d'une note ISR meilleure que celle correspondant aux seuils fixés dans le cadre de l'approche afin d'assurer que la capacité de ces titres à déformer le calcul est limitée. LBP AM et TFSA s'assureront que l'univers d'analyse retenu constitue un élément de comparaison pertinent de la notation ESG du FCP. En tout état de cause, conformément au Label ISR, le portefeuille est constitué en permanence à 90% de son actif net (calculé sur les titres éligibles à l'analyse extra-financière : actions et titres de créances émis par des émetteurs privés et quasi-publics) de titres ayant fait l'objet d'une analyse extra-financière. Bien que les titres d'États fassent l'objet d'une évaluation ESG, les résultats de l'évaluation ne sont pas pris en compte de manière mesurable dans la stratégie ISR décrite ci-dessus. Ces titres d'États peuvent représenter 25% maximum de l'actif net du FCP. Les investissements dans les titres d'États sont réalisés à partir d'analyses internes de la qualité financière et extra financière des émetteurs. Celles-ci s'appuient sur des analyses de stratégestes macro-économiques, d'analystes financiers et d'analystes ISR. Le FCP

est investi en permanence au minimum à hauteur de 75% de son actif net, principalement en actions de petites et moyennes capitalisations de la zone euro.

Fonds 2 : FR0010777391

L'OPCVM est activement géré afin de capturer les opportunités sur les marchés actions de la zone euro, en répliquant une allocation tactique visant à générer une rentabilité à long terme. Les expositions géographiques ou sectorielles résulteront de cette allocation. Les décisions d'investissement se fondent sur une combinaison d'analyses spécifiques macroéconomique, sectorielle et d'entreprise. Le processus de sélection des actions se base principalement sur une analyse rigoureuse du modèle économique des sociétés, de la qualité de gestion, des perspectives de croissance et du profil général de rendement-risque. Le gérant pourra ou non investir dans des titres composant l'indicateur de référence à sa libre discrétion et sans contrainte particulière. Le Gestionnaire financier utilise largement les données ESG dans le cadre de la construction de l'univers de sélection. Les notes ESG permettent aussi à orienter la construction du portefeuille vers des valeurs démontrant des caractéristiques ESG supérieures. L'objectif de l'OPCVM est d'investir dans des titres durables qui ont mis en œuvre de bonnes pratiques en termes de gestion de leurs impacts environnementaux, de gouvernance et de pratiques sociales (ESG), qui à titre illustratif, peuvent être l'empreinte carbone et/ou l'intensité en eau pour l'aspect environnemental, la santé et/ou l'égalité hommes-femmes pour l'aspect social, la politique de rémunération pour la gouvernance. L'OPCVM applique une approche d'investissement socialement responsable dite en « sélectivité » qui consiste à sélectionner les meilleurs émetteurs de l'univers investissable sur la base de leurs notations extra-financières avec un focus sur les scores ESG. Cette approche de sélectivité « Best-in-Class », appliquée de manière contraignante à tout moment, consiste à réduire d'au moins 20% l'univers d'investissement tel que défini par l'Indicateur de Référence en excluant les émetteurs sur la base de leurs scores ESG. En outre, l'OPCVM applique les politiques d'exclusion sectorielle d'AXA IM dans des domaines tels que les armes controversées, les risques climatiques, les matières premières agricoles et l'huile de palme et la politique de standards environnementaux, sociaux et de gouvernance d'AXA IM (« politique de standards ESG d'AXA IM »), qui intègre des politiques d'exclusion supplémentaires telles que le tabac et les armes au phosphore blanc, les investissements en titres émis par des sociétés en violation grave des principes du pacte mondial des Nations Unies et présentant les scores ESG les plus bas tels que décrits dans la politique. Ces politiques sont disponibles sur le site internet : <https://www.axa-im.fr/investissement-responsable>. Les données ESG utilisées dans le processus

d'investissement reposent sur des méthodologies ESG basées en partie sur des données fournies par des tiers, et dans certains cas développées en interne, elles sont donc subjectives et peuvent évoluer dans le temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies d'investissement qui utilisent les critères ESG et les *reportings* ESG sont difficilement comparables entre elles. L'OPCVM est exposé de 90% à 100% de son actif, en direct, dans des actions de la zone euro, de toutes capitalisations de tous secteurs économiques. L'OPCVM est en permanence investi en direct à hauteur de 75% minimum de son actif net en actions éligibles au plan d'épargne en actions (P.E.A.). La stratégie peut être réalisée par des investissements en direct et via des dérivés étant entendu que la somme des investissements en direct et de l'exposition via des dérivés ne pourra excéder une fois l'actif net. L'OPCVM peut utiliser des dérivés uniquement pour se couvrir. Le Fonds est un produit financier qui a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 3 : FR0013369832

En premier lieu, la stratégie repose sur une allocation du portefeuille sur plusieurs paniers d'instruments financiers visant chacun à représenter un facteur de performance, dite multi-facteur ou multi smart beta. Le panier « value » par exemple, visera la sélection des titres perçus comme les moins chèrement valorisés ou encore le panier taille sera composé de plus petites valeurs. La société de gestion mettra en œuvre une variété de facteurs et déterminera la pondération à appliquer entre eux pour atteindre son objectif de gestion.

En second lieu, le fonds cherche à participer à la lutte contre le réchauffement climatique dû à l'émission de gaz à effet de serre et à favoriser la transition énergétique. La société de gestion met en œuvre une réallocation applicable à chacun des paniers dans l'objectif d'abaisser d'au moins 20%, au sein du portefeuille, l'intensité des émissions directes et indirectes de gaz à effet de serre. Elle cherche également à privilégier les sociétés en phase de réduction de leurs émissions. A cette fin, la société de gestion met en place une notation carbone des émetteurs sélectionnés ou sélectionnables. La notation des sociétés est essentiellement fondée sur le ratio entre les émissions (en tonnes d'équivalent CO₂) et le chiffre d'affaires. Cet indicateur est calculé annuellement par rapport à un panel d'environ 1900 sociétés cotées. Il permet de comparer chaque société à l'univers des sociétés cotées dans les marchés développés (*best in universe*) et aux entreprises ayant une activité similaire (*best in class*). Les efforts de réduction

de l'empreinte carbone sont pris en compte. L'OPC promeut des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) au sens de l'article 9 du Règlement (UE) 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (dit Règlement Disclosure). L'OPC est soumis à un risque en matière de durabilité tel que défini dans le profil de risque du prospectus.

La société de gestion exploite dans cette démarche les données de Trucost. Le score carbone composite ainsi obtenu détermine si l'exposition est accrue, maintenue, réduite ou exclue totalement à l'échelle de chaque panier.

Dans le cadre de sa démarche d'investissement socialement responsable, cette notation est complétée pour prendre en compte les piliers de l'environnement, du social et de la gouvernance (ESG). Le score carbone est ajusté à la baisse en fonction de ces critères jusqu'à exclusion des sociétés ayant des notes significativement médiocres sur un ou plusieurs des piliers. Des normes éthiques complémentaires peuvent aussi conduire à la mise sous surveillance, voire à l'exclusion de certaines valeurs.

Le choix et la pondération des titres de chaque panier, la réallocation d'abaissement de l'intensité carbone et basée sur les critères ESG seront renouvelés trimestriellement. Le fonds détiendra en permanence à hauteur de 75% minimum un portefeuille d'actions d'émetteurs dont le siège social est situé dans un pays de la zone euro. Le fonds pourra investir jusqu'à 25% dans des titres de créance d'émetteurs souverains ou privés originaires de pays membres de la zone euro, libellés en euro et de notation de crédit long terme égale ou supérieure à A- et pourra placer sa trésorerie dans des dépôts ou des titres de créance auprès de ces émetteurs. Le fonds peut intervenir sur tous les instruments financiers à terme ou conditionnels simples, négociés sur des marchés réglementés français et étrangers en couverture ou en exposition en vue d'atteindre l'objectif du Fonds dans la limite de 10% de l'actif net. Le fonds n'aura pas recours à des instruments financiers qui intègrent un dérivé. Le Fonds peut être investi jusqu'à 10 % de son actif en parts ou actions d'OPCVM ou de FIA, de droit français, respectant les 4 critères de l'Art. R214-13 du code monétaire et financier, qui pourront être gérés par la société de gestion ou une société liée, pour réaliser l'objectif de gestion ou gérer la trésorerie.

Fonds 4 : FR0010341800

L'OPCVM recherche une performance orientée majoritairement sur les sociétés dont l'activité est liée à l'environnement et particulièrement celles qui concourent à la lutte contre le réchauffement climatique, la pollution et la raréfaction des ressources. Palatine planète est un

fonds ISR et à ce titre applique la stratégie suivante pour 90% minimum de son portefeuille. La stratégie de sélection de titres consiste à être investi dans des sociétés présentant un profil répondant à différents critères financiers et qualitatifs prenant simultanément en compte les 3 critères ESG (environnementaux, sociaux et gouvernance), le critère environnemental étant prédominant. Après avoir effectué une analyse fondamentale de l'entreprise, la réalisation d'une analyse extra-financière de type « *best in class* » permet ensuite de sélectionner les valeurs éligibles au portefeuille. Ainsi, la gestion applique un filtre dit ISR pour prendre en compte la capacité des entreprises à intégrer dans leur choix de développement les critères ESG: approche *best in class* et en sélectivité par rapport à l'univers investissable. Cette approche privilégie les émetteurs les mieux notés d'un point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité (sans privilégier ou exclure un secteur par rapport à l'indice boursier servant de base de départ) en réduisant au minimum de 20% l'univers d'investissement. Nous attirons l'attention sur l'absence d'une norme ESG unique et universelle. Les informations extra-financières sont très diverses et traitées de manière différente selon les émetteurs et les investisseurs. L'approche *best in class* n'exclut aucun secteur et consiste à investir dans les sociétés les moins mauvaises de leur secteur, mais pas forcément les plus vertueuses sur le plan ESG. L'OPCVM est éligible au plan d'épargne en actions (PEA) et est, dans ce cadre, investi à hauteur de 75% minimum en actions de sociétés de l'Union Européenne éligibles. Il pourra investir à hauteur de 10% maximum de son actif net en titres de créance et instruments du marché monétaire libellés en euro, et/ou en parts ou actions d'OPCVM et FIA. La gestion procède à l'allocation du niveau de risque de crédit et ne se réfère pas exclusivement et mécaniquement aux notations émises par les agences de notation et met en œuvre sa propre analyse interne. Il pourra utiliser des instruments financiers à terme sur actions et sur indices en couverture de l'exposition au risque actions, pour ajuster l'exposition ou en substitution d'une détention directe de titres. L'indice Euro Stoxx 50 dividendes nets réinvestis est l'indicateur de comparaison a posteriori.

Fonds 5 : LU1907595398

Le compartiment vise à surperformer l'indice suivant (libellé en euro) : l'EUROSTOXX NR (code Bloomberg : SXXT Index) calculé dividendes réinvestis, sur la période d'investissement recommandée. L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le style de gestion est discrétionnaire et intègre des critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance (ESG). La philosophie du compartiment consiste particulièrement à se concentrer sur les entreprises qui ont un fort impact social et/ou environnemental. Cet impact est évalué à travers leur exposition (en termes de chiffre d'affaires, de dépenses en R& D ou les CAPEX) via le

modèle propriétaire du gestionnaire. Les impacts sont fondés sur cinq types de transitions à long terme : la transition économique, la transition de mode de vie, la transition médicale, la transition démographique et la transition écologique. Le compartiment est géré en tenant compte de principes d'investissement de gestion durable et responsable et a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 SFDR. Le Compartiment est géré en tenant compte des principes responsables et durables et vise des émetteurs dotés d'une exposition significative en pourcentage de leurs revenus aux 17 objectifs de développement durable des Nations Unies. La stratégie d'investissement est orientée vers une économie bas carbone qui conduit à une empreinte carbone du portefeuille inférieure à celle de l'indice de référence. Des informations complémentaires relatives à la stratégie ISR peuvent être consultées dans le prospectus du compartiment. Ainsi le processus d'investissement et la sélection des actions et obligations en portefeuille tiennent compte d'une évaluation interne de la responsabilité d'entreprise ventilée en quatre aspects : (i) la responsabilité des actionnaires, (ii) la responsabilité environnementale, (iii) la responsabilité envers les travailleurs, (iv) la responsabilité envers la société et la durabilité des entreprises, et de la contribution à la transition durable. La société de gestion utilise une approche propriétaire d'analyse ESG en s'appuyant sur la méthode « *best in universe* ». Il existe un risque que ces données soient incorrectes, insuffisantes ou manquantes. Il peut également y avoir un biais sectoriel. Des informations complémentaires relatives à la stratégie ISR peuvent être consultées dans le prospectus du compartiment. Le compartiment bénéficie du label ISR français. D'autre part la conviction du gestionnaire financier repose sur une perspective à long terme du financement de l'économie qui se concentre sur identification de thématiques liées à la transition durable. Le processus d'investissement repose sur les trois étapes suivantes : (i) la sélection de l'univers d'investissement combinant une approche financière et extra-financière, (ii) la structuration du portefeuille avec une approche macroéconomique et (iii) la construction du portefeuille en tenant compte de l'analyse fondamentale, de la liquidité et de la valorisation des sociétés identifiées. Le compartiment peut à tout moment investir dans les limites suivantes : actions d'émetteurs ayant leur siège social dans un pays de la zone euro: de 65% à 100% de son actif net ; actions émises en dehors de la zone euro: de 0% à 35% de son actif net ; actions dont la capitalisation boursière totale est inférieure à 200 millions d'euros, jusqu'à 10% de son actif net; produits de taux à revenu fixe et instruments du marché monétaire ou dépôts en cas de conditions de marché défavorables: de 0% à 25% de son actif net ; autres instruments financiers:

jusqu'à 10% de son actif net. L'exposition au risque de change peut atteindre 35% de l'actif net du compartiment.

Fonds 6 : LU1313771344

Le fonds cherche à atteindre une croissance de son capital en investissant dans les principaux actifs négociés et à surperformer l'indice de référence. L'équipe de direction fait des choix d'investissement discrétionnaires sur la base d'un processus d'analyse économique/financière et d'une analyse interne de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). L'objectif d'investissement durable du fonds est de contribuer à la réduction des émissions de gaz à effet de serre par le biais d'objectifs spécifiques ainsi que par l'intégration d'indicateurs liés au climat dans l'analyse des émetteurs et des titres. Le fonds vise également à avoir un impact positif à long terme sur les objectifs environnementaux et sociaux. Plus précisément, le fonds vise à atteindre des émissions globales de gaz à effet de serre inférieures d'au moins 30% à celles de l'indice de référence. Pour atteindre ces objectifs, le fonds met en œuvre une combinaison de sélection positive des meilleurs émetteurs sur la base de critères ESG, d'exclusion des émetteurs nuisibles à ces objectifs ou jugés sujets à des controverses. Les émetteurs font l'objet d'une double analyse qui prend en compte la manière dont les activités des émetteurs contribuent à la réalisation d'objectifs durables, d'une part, et la manière dont les opérations et les politiques des émetteurs s'alignent sur les intérêts de leurs principales parties prenantes, d'autre part. Le résultat de cette analyse sert de base pour définir l'univers d'investissement et guider les gestionnaires de fonds dans la construction de leur portefeuille. Cette analyse est complétée par les résultats des dialogues menés avec les émetteurs. Cette approche d'investissement amènera le fonds à éviter certains émetteurs en raison de leur piètre qualité ESG ou contribution à la réalisation des objectifs de durabilité. Alors que le gestionnaire estime que ces émetteurs sont susceptibles de plier l'échine devant des émetteurs plus durables sur le long terme, la volatilité du marché et les tendances du marché à court terme pourraient faire en sorte que ces émetteurs surpassent les émetteurs plus durables sur des périodes plus courtes. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site Internet de Candriam et/ou le prospectus. Le fonds peut recourir aux produits dérivés, tant dans un but d'investissement que dans un but de couverture (se prémunir contre des événements financiers futurs défavorables).

Fonds 7 : FR0000170292

La stratégie d'investissement de l'OPCVM consiste à s'exposer de façon dynamique sur les marchés actions des pays de la zone euro. Le gérant pourra ou non investir dans des titres

composant l'indicateur de référence à sa libre discrétion et sans contrainte particulière. Les décisions d'investissement se fondent sur une combinaison d'analyses spécifiques macroéconomiques, sectorielle et d'entreprise. Le processus de sélection des actions se base principalement sur une analyse rigoureuse du modèle économique des sociétés, de la qualité de la gestion, des perspectives de croissance et du profil général de rendement-risque. Le gestionnaire financier utilise largement les données ESG dans le cadre de la construction de l'univers de sélection. Les notes ESG permettent aussi d'orienter la construction du portefeuille vers des valeurs démontrant des caractéristiques ESG supérieures. L'objectif de l'OPCVM est d'investir dans des titres durables qui ont mis en œuvre de bonnes pratiques en termes de gestion de leurs impacts environnementaux, de gouvernance et de pratiques sociales (ESG), qui à titre illustratif, peuvent être l'empreinte carbone et/ ou l'intensité en eau pour l'aspect environnemental, la santé et/ou l'égalité hommes-femmes pour l'aspect social, la politique de rémunération pour la gouvernance. L'OPCVM applique une approche d'investissement socialement responsable dite en « sélectivité » qui consiste à sélectionner les meilleurs émetteurs de l'univers investissable sur la base de leurs notations extra-financières avec un focus sur les scores « changement climatique ». Cette approche de sélectivité « *best in class* », appliquée de manière contraignante à tout moment, consiste à réduire d'au moins 20% l'univers d'investissement tel que défini par l'indicateur de référence élargi comprenant toutes les valeurs supérieures à 1 Mds€, en excluant les émetteurs sur la base de leurs scores « changement climatique ». En outre, l'OPCVM applique les politiques d'exclusion sectorielle d'AXA IM dans des domaines tels que les armes controversées, les risques climatiques, les matières premières agricoles et l'huile de palme et la politique de standards environnementaux, sociaux et de gouvernance d'AXA IM (politique de standards ESG d'AXA IM), qui intègre des politiques d'exclusion supplémentaires telles que le tabac et les armes au phosphore blanc, les investissements en titres émis par des sociétés en violation grave des principes du Pacte Mondial des Nations Unies et présentant les scores ESG les plus bas tels que décrits dans la politique.

Les données ESG utilisées dans le processus d'investissement reposent sur des méthodologies ESG basées en partie sur des données fournies par des tiers, et dans certains cas développées en interne, elles sont donc subjectives et peuvent évoluer dans le temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies d'investissement qui utilisent les critères ESG et les *reportings* ESG sont difficilement comparables entre elles. L'OPCVM est en permanence investi à hauteur de 75% minimum de son actif dans des actions et autres titres éligibles au PEA de moyennes et grandes

capitalisations, de tous secteurs économiques dont 60% au moins sur les marchés actions des pays de la zone euro. L'OPCVM peut également investir jusqu'à 25% de son actif dans des obligations, des titres de créance et instruments du marché monétaire (y compris titres issus de la titrisation) principalement notés « *investment grade* » c'est-à-dire dont la notation sera comprise entre AAA et BBB- sur l'échelle Standard & Poor's ou équivalent. Cependant, la décision d'acquérir ou de céder un titre ne se fonde pas mécaniquement et exclusivement sur le critère de leur notation et repose sur une analyse interne du gérant. Dans la limite de 200% de l'actif net de l'OPCVM, la stratégie d'investissement peut être réalisée par des investissements en direct ou via des dérivés. L'OPCVM peut utiliser des dérivés également pour se couvrir. Le fonds est un produit financier qui a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 8 : LU0389657353

Le compartiment est géré de manière active. Son objectif est de saisir les opportunités sur le marché actions de la zone euro, en investissant principalement dans les actions d'entreprises faisant partie de l'univers de l'indice EURO STOXX Total Return Net. Dans le cadre du processus d'investissement, le gestionnaire financier bénéficie d'un large pouvoir discrétionnaire sur la composition du portefeuille du compartiment et peut prendre, sur la base de ses convictions d'investissement, d'importantes positions surpondérées et sous-pondérées sur les pays, les secteurs et les sociétés par rapport à la composition de l'indice de référence et/ou exposer le compartiment à des sociétés, des pays ou des secteurs qui ne sont pas inclus dans l'indice de référence, bien que les composants de l'indice de référence soient généralement représentatifs du portefeuille du compartiment. Par conséquent, l'écart avec l'indice de référence peut être important. Le compartiment utilise une approche ISR en investissant dans des titres durables qui ont mis en œuvre de bonnes pratiques en matière d'impact environnemental, de gouvernance et de pratiques sociales (ESG). En premier lieu, le compartiment est tenu en premier lieu d'appliquer à tout moment la Politique d'exclusion sectorielle et la Politique en matière de Standards ESG d'AXA IM, sauf pour les produits dérivés et les OPC sous-jacents <https://www.axa-im.com/our-policies> et une approche sélective « *best in universe* » (type de sélection ESG consistant à donner la priorité aux entreprises les mieux notées de l'univers d'investissement d'un point de vue extra-financier, indépendamment de leur secteur d'activité, et à accepter des biais sectoriels, sachant que les secteurs jugés globalement les plus vertueux seront plus fortement représentés) avec un accent sur les scores changement climatique, comme

décrit dans le prospectus. D'autre part, l'approche du gestionnaire financier est fondée à la fois sur une analyse macroéconomique et sectorielle et sur la sélection des entreprises ; le processus de sélection de titres repose sur une analyse rigoureuse du modèle économique, des actifs sous-jacents et du bilan des sociétés, de l'appréciation de leur conformité aux critères d'investissement responsable et de leur profil de risque et de rendement. À titre d'exemple, les critères ESG peuvent être l'empreinte carbone pour la dimension environnementale, la gestion des ressources humaines et l'égalité des sexes pour la dimension sociale, ou encore la politique de rémunération pour la partie gouvernance. Les données ESG utilisées se basent sur des méthodologies fondées en partie sur des données de tiers et, dans certains cas, sont développées en interne, sont subjectives et peuvent évoluer au fil du temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies utilisant des critères ESG et des rapports ESG sont difficiles à comparer entre elles. Les stratégies intégrant des critères ESG et celles intégrant des critères de développement durable peuvent utiliser des données qui semblent similaires, mais qui doivent être distinguées, car leur méthode de calcul peut être différente. Le compartiment investit : au moins 75% de ses actifs dans des actions, des titres équivalents, des certificats d'investissement et des certificats coopératifs d'investissement émis par des sociétés domiciliées dans l'espace économique européen (c'est-à-dire des titres ou droits éligibles au plan d'épargne en actions – PEA) y compris au moins 60% dans le marché de la zone euro ; moins de 25% de ses actifs dans des actions émises par des sociétés situées en dehors de l'Espace économique européen ; moins de 25% de ses actifs dans des instruments du marché monétaire ; jusqu'à 10% de son actif dans des obligations convertibles et classiques. Dans la limite de 200% de son actif net, le compartiment peut utiliser des investissements directs et/ou des produits dérivés pour atteindre son objectif d'investissement. Des produits dérivés peuvent être utilisés à des fins de gestion efficace du portefeuille et d'investissement. Le compartiment est un produit financier qui a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 9 : FR0000990921

L'OPCVM recherche une performance à long terme supérieure à l'EUROSTOXX 50 dividendes nets réinvestis, par le biais d'une allocation d'actifs basée sur une sélection d'actions de la zone euro, notamment de moyenne capitalisation, et grâce à l'utilisation de critères extra-financiers. Il est à tout moment exposé de 60% à 100% de son actif au risque actions, sans

contrainte de détention par secteur d'activité ou autre. L'OPCVM est éligible au plan d'épargne en actions (PEA) et est investi à hauteur de 75% minimum en actions de sociétés éligibles de la zone euro, et à hauteur de 50% minimum dans des sociétés familiales dont au moins 10% du capital sont contrôlés par une ou plusieurs familles. Ces dernières peuvent également disposer d'un siège au conseil d'administration ou avoir un représentant dirigeant. Le fonds pourra également investir dans leurs filiales cotées. La répartition des investissements par pays varie selon les choix discrétionnaires de la gestion. Il pourra investir jusqu'à 25% maximum de son actif net en titres de créance et instruments du marché monétaire, libellés en euro, sans répartition prédéfinie entre dette privée et dette publique. La gestion procède à l'allocation du niveau de risque de crédit et ne se réfère pas exclusivement et mécaniquement aux notations émises par les agences de notation et met en œuvre sa propre analyse interne. Il pourra investir jusqu'à 10% de l'actif en parts ou actions d'OPCVM ou de FIA. L'indice Eurostoxx 50 dividendes nets réinvestis est l'indicateur de comparaison a posteriori de l'OPCVM. La stratégie d'investissement est discrétionnaire, fondée sur la sélection des titres, et ne vise pas une réplique de l'indice. Les entreprises sélectionnées le seront dans un premier temps sur des critères financiers classiques quantitatifs puis qualitatifs, en prenant simultanément en compte la pérennité de l'actionnariat pour sélectionner des entreprises familiales. La gestion appliquera ensuite un filtre dit ISR pour prendre en compte la capacité des entreprises à intégrer dans leur choix de développement les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) : approche *Best in class* et en sélectivité par rapport à l'univers investissable. Cette approche privilégie les émetteurs les mieux notés d'un point de vue extra-financier au sein de leur secteur d'activité (sans privilégier ou exclure un secteur par rapport à l'indice boursier servant de base de départ) en réduisant au minimum de 20% l'univers d'investissement. Nous attirons l'attention sur l'absence d'une norme ESG unique et universelle. Les informations extra-financières sont très diverses et traitées de manière différente selon les émetteurs et les investisseurs. L'approche *best in class* n'exclut aucun secteur et consiste à investir dans les sociétés les moins mauvaises de leur secteur, mais pas forcément les plus vertueuses sur le plan ESG. Le processus interne calcule une note sur 20 pour chaque entreprise résultant de la moyenne équipondérée des notations des six domaines suivants : les ressources humaines, les comportements sur les marchés, les droits humains, l'environnement, la gouvernance et l'engagement sociétal. La gestion est active, repose sur la composition d'une allocation d'actifs privilégiant les sociétés considérées comme étant de qualité, à bonne visibilité et à prix raisonnable, sans contrainte sectorielle, de capitalisations et

de répartition par pays. Elle pourra utiliser des instruments financiers à terme sur actions et sur indices en couverture des titres détenus, pour ajuster ou augmenter l'exposition au risque actions. Les engagements hors bilan de l'OPCVM sont limités à 100% de l'actif.

Fonds 10 : LU2116701777

Le compartiment vise à surperformer l'indice suivant (libellé en Euro) : l'EUROSTOXX NR (code Bloomberg : SXXT Index) calculé dividendes réinvestis, sur la période d'investissement recommandée. L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que le style de gestion est discrétionnaire et intègre des critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance (ESG). La stratégie d'investissement est basée sur une approche « climat » qui combine les exigences classiques de gestion du risque et rendement financier avec les exigences de transition bas carbone en ligne avec l'Accord de Paris signé le 22 Avril 2016 (« l'Accord de Paris »). Le compartiment a pour objectif l'investissement durable au sens de l'Article 9 du SFDR. Le compartiment vise à aligner l'économie sur une trajectoire inférieure à 2 degrés. Cet objectif se matérialise par une diminution moyenne de l'intensité carbone du portefeuille d'au moins 2,5% par an en comparant l'intensité carbone de chaque société consolidée du compartiment avec l'intensité carbone de l'année précédente. De plus, la stratégie d'investissement est orientée vers une économie contributrice aux enjeux climatiques se traduisant par des émissions de CO2 évitées supérieures aux émissions de CO2 induites (scope 1 et 2). Il s'agit d'un fonds de conviction destiné à être concentré sur un petit nombre d'émetteurs (i.e. aux alentours de 45 émetteurs, sans pour autant être une limite d'investissement en tant que telle), sélectionnés selon des critères ESG, conformément à une gestion ISR (investissement socialement responsable), qui consiste à exclure de son univers d'investissement au moins 20% des émetteurs d'actions les moins bien notés et donc, à ne pas investir dans ces derniers. En outre, le style de gestion proposé vise à atteindre les objectifs climatiques de l'Accord de Paris, en combinaison avec une approche élargie à d'autres impacts positifs liés au développement durable et, en particulier, aux objectifs de développement durable (« ODD ») adoptés par les Nations Unies. Le processus d'investissement est orienté vers une performance à long terme qui intègre tous les risques et défis auxquels les entreprises sont confrontées. Les choix d'investissement résultent d'une analyse fondamentale des entreprises qui, dans le cadre d'une stratégie climatique, est combinée à une analyse approfondie et détaillée du positionnement de chaque entreprise dans la transition vers une économie à faibles émissions de carbone. Une méthodologie propriétaire « transition/contribution » climatique permet à l'équipe de gestion d'identifier les entreprises

qui ont déployé des efforts appropriés pour décarboner leurs activités conformément aux objectifs de l'Accord de Paris (c'est-à-dire « en maintenant l'augmentation de la température mondiale au cours de ce siècle à un niveau bien inférieur à 2 degrés Celsius par rapport aux niveaux préindustriels et poursuivre les efforts pour limiter encore davantage l'augmentation de la température à 1,5 degré Celsius »). Les résultats de cette méthodologie propriétaire « transition/contribution » climatique seront contraignants pour le gestionnaire financier. De plus amples informations sur la stratégie ISR figurent dans le prospectus du compartiment. La Société de gestion utilise une approche propriétaire d'analyse ESG en s'appuyant sur la méthode « *best in universe* » (les meilleurs titres de leur univers, littéralement). Il existe un risque que ces données soient incorrectes, insuffisantes ou manquantes. Il peut également y avoir un biais sectoriel. Le compartiment bénéficie du Label ISR français. Le compartiment peut investir à tout moment dans : des actions d'émetteurs ayant leur siège social dans la zone euro : dans une fourchette comprise entre 65% et 100% de son actif net ; des actions d'émetteurs hors zone euro : dans une fourchette comprise entre 0% et 35% de son actif net ; des actions dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions d'euros : à concurrence de 10% de son actif net ; des titres à revenu fixe et des instruments du marché monétaire ou des dépôts si les conditions de marchés sont défavorables : dans une fourchette comprise entre 0% et 35% de son actif net ; d'autres instruments financiers : à concurrence de 10% de son actif net. L'exposition au risque de change peut atteindre 35% de l'actif net du compartiment. Le compartiment peut investir 10% maximum de son actif net en parts et/ou actions d'OPCVM et/ou de FIA. Le compartiment peut investir dans des titres libellés dans toutes devises. Cependant, l'exposition aux autres devises que l'euro peut être couverte pour limiter le risque de change. Plus précisément, des contrats à terme standards ou de gré à gré peuvent être employés à ces fins. Le compartiment peut recourir, dans la limite de 25% de son actif net, à des instruments dérivés listés ou de gré à gré, tels que, notamment, des futures et des options non complexes négociés sur des marchés réglementés, à des fins de couverture ou d'accroissement de l'exposition aux actions, sans chercher de surexposition. Le compartiment est éligible au PEA (plan d'épargne français en actions). Le compartiment est activement géré et utilise l'indice de référence pour le calcul de la commission de performance ainsi qu'à des fins de comparaison de la performance. Cela signifie que le gestionnaire d'investissement prend des décisions d'investissement dans l'intention d'atteindre l'objectif d'investissement du compartiment ; cela peut inclure des décisions concernant la sélection des actifs et le niveau global d'exposition au marché. Le gestionnaire d'investissement n'est d'aucune manière

contraint par l'indice de référence en termes de positionnement de son portefeuille. L'écart par rapport à l'indice de référence peut être total ou significatif.

Fonds 11 : FR0010505578

Le compartiment opère une gestion active de sélection de titres (*stock-picking*) cotés sur un univers de valeurs majoritairement de la zone euro. Le compartiment sera investi en permanence à hauteur de 75% au moins en actions et autres titres éligibles au PEA et sera exposé à hauteur de 60% au moins en actions émises dans un ou plusieurs pays de la zone euro. Le compartiment pourra être exposé au risque action jusqu'à 110% de l'actif net. La sélection des titres repose sur l'utilisation combinée de critères financiers permettant de définir les valeurs qui présentent d'importantes perspectives de croissance et de critères extra-financiers afin de répondre à des exigences d'investissement socialement responsable. Cette analyse, permet de sélectionner des valeurs selon une grille de notation ESG propre à la société de gestion, qui classe les titres selon les critères de nature environnementale, sociale-sociétale et de gouvernance d'entreprise listés ci-dessous : environnement : consommation de l'énergie, émissions de GES, eau, déchets, pollution, stratégie de management environnemental, impact vert ; social : qualité de l'emploi, management des ressources humaines, impact social, santé et sécurité ; gouvernance : structure des organes de gouvernance, politique de rémunération, audit et contrôle interne, actionnaires. Le modèle de notation ISR a été construit : selon une approche *best in universe*, c'est-à-dire de façon à favoriser les entreprises les plus performantes sans considération de rating financier, de taille ou de secteur ; avec des pondérations différenciées des 3 piliers ESG par secteur d'activités en fonction de leurs enjeux spécifiques : en effet, les 3 piliers extra-financiers se voient attribuer une pondération plus ou moins importante en fonction du secteur considéré, ce qui résulte en un poids différent de chacun des trois piliers. Par exemple, une entreprise chimique sera plus concernée par la problématique environnementale alors qu'une société du secteur des services aux entreprises verra un poids plus important accordé aux facteurs sociaux. Afin de déterminer si une entreprise analysée incarne les caractéristiques de l'entreprise à caractère responsable et durable définies par la Société de Gestion, cette dernière réalise une étude qui aboutit à une note ESG interne sur une échelle de 7 gradations allant d'AAA à CCC. La note est l'agrégation des résultats obtenus sur les différents critères E, S, G de la grille de notation déterminée par les analystes. Les valeurs retenues dans le portefeuille présenteront une notation supérieure ou égale à A selon l'échelle de notation interne à la Société de Gestion. Une analyse du profil climatique de l'entreprise est également réalisée. Dans le cadre de son objectif climatique, nous visons pour ce compartiment

une trajectoire climatique inférieure à 2°C définie dans les accords de Paris de 2015 (Source Carbon4 Finance). Cette mesure de la température sera publiée périodiquement dans le reporting Impact. En fonction des anticipations du gérant sur l'évolution des marchés actions, le compartiment pourra investir dans des titres de créances et instruments du marché monétaire négociés sur les marchés de la zone euro dans la limite de 25% de l'actif net. Ces titres, notés au minimum « *investment grade* » mais sans limite de duration, sont sélectionnés en fonction de leur rendement attendu. Dans la limite d'une fois l'actif, le compartiment pourra intervenir sur des contrats financiers négociés sur des marchés réglementés, organisés ou de gré à gré. Par ailleurs, dans la limite globale maximum de 10%, le compartiment pourra être investi en parts ou actions d'OPC. Le compartiment pourra détenir des titres non libellés en Euro, et pourra donc être exposé au risque de change. Dans un but de couverture, le compartiment pourra avoir recours à des contrats à terme sur devises ou des swaps de change. Le compartiment pourra également souscrire à des options sur actions, tant dans un but de couverture que d'exposition, et à des futures pour piloter l'exposition actions. L'exposition au risque de change par des devises autres que celles de la zone euro est limitée à 10% maximum de l'actif net.

Fonds 12 : FR0010074666

L'OPCM est géré de manière active en s'exposant en permanence aux actions de la zone euro. L'équipe de gestion peut ou non investir dans les titres constituant l'indice de référence à sa discrétion et sans contrainte particulière. Le gestionnaire pourra surpondérer ou sous-pondérer les valeurs en portefeuille par rapport à l'indicateur de référence ce qui signifie que l'écart par rapport à l'indicateur de référence est susceptible d'être important et peut varier au fil du temps. Le portefeuille bénéficie d'une analyse fondamentale détaillée de la qualité et de la volatilité des entreprises individuelles grâce à une approche systématique basée sur un modèle quantitatif élaborés au sein de Rosenberg Equities. Le portefeuille se concentrera sur les actions cotées identifiées par le gestionnaire comme présentant une faible volatilité et une haute qualité, ainsi que des caractéristiques ESG attrayantes, un profil d'émissions de carbone favorable et une capacité à réduire les risques climatiques associés aux investissements. L'objectif est d'investir dans des titres de haute qualité et des titres peu volatiles qui ont mis en œuvre de bonnes pratiques en termes de gestion de leurs impacts environnementaux, de leur gouvernance et de leurs pratiques sociales (ESG), de sorte que le taux de couverture d'analyse ESG dans le portefeuille est d'au moins 90% de l'actif net de l'OPCVM. L'OPCVM applique les approches et politiques suivantes : - une approche dite « de relèvement de la notation ESG » visant à prendre en compte les critères extra-financiers et exigeant que la notation ESG de l'OPCVM

soit supérieure à celle de l'univers d'investissement après l'élimination d'au moins 20% des titres les moins bien notés sur la base de leur notation extra-financière, à l'exclusion des obligations et autres titres de dette des émetteurs publics, des liquidités accessoires et des actifs solidaires. AXA IM a développé une méthodologie propriétaire de notation ESG des émetteurs structurés autour des trois piliers environnement, social et gouvernance afin d'aider à évaluer comment les entreprises réduisent le risque ESG et de tirer parti de ces critères pour améliorer leurs positions concurrentielles dans leur domaine d'activité. L'application de ce cadre se traduit par une note interne ESG par émetteur allant de 0 à 10 ; une approche axée sur le climat qui vise à investir dans des entreprises dont les produits et les services contribuent à l'atténuation du changement climatique et à la transition vers une utilisation durable de l'énergie et à réduire les émissions de carbone détenues par l'OPCVM par rapport à l'univers d'investissement. La politique de normes ESG et les politiques d'exclusion sectorielle d'AXA IM, dans des domaines tels que les armes controversées, les risques climatiques, les matières premières agricoles et l'huile de palme et la politique de standards environnementaux, sociaux et de gouvernance d'AXA IM qui intègre des politiques d'exclusion supplémentaires telles que le tabac et les armes au phosphore blanc, et exclut les investissements en titres émis par des sociétés (i) en violation grave des principes du pacte mondial des Nations Unies et (ii) présentant les scores ESG les plus bas tels que décrits dans la politique. Ces politiques sont disponibles sur le site internet : <https://www.axa-im.fr/investissement-responsable>. Les données ESG utilisées dans le processus d'investissement reposent sur des méthodologies ESG basées en partie sur des données fournies par des tiers, et dans certains cas développées en interne, elles sont donc subjectives et peuvent évoluer dans le temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies d'investissement qui utilisent les critères ESG et les *reportings* ESG sont difficilement comparables entre elles. La compensation carbone de l'OPCVM sera effectuée principalement grâce à l'utilisation de « VERs » (unité de réduction de carbone vérifiées ou volontaires – Verified Emission Reduction). L'OPCVM est en permanence exposé (en direct ou par l'intermédiaire d'OPC) à hauteur de 80% au moins de son actif net en actions et titres assimilés négociés sur des marchés réglementés français et étrangers. L'OPCVM est investi, à hauteur de 75% au moins de son actif net, en actions et autres titres éligibles au plan d'épargne en actions (PEA). Dans la limite de 200% de l'actif net, la stratégie d'investissement peut être réalisée par des investissements en direct ou via des dérivés. L'OPCVM peut utiliser des dérivés également pour se couvrir. Le Fonds est un produit financier qui a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen

2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 13 : FR0010903674

Le fonds met en œuvre une approche fondée notamment sur une analyse extra-financière des sociétés composant son indicateur de référence, qui permet de déterminer les pondérations des titres dans le portefeuille. Cette approche permet au gérant de projeter les valeurs et leurs rendements escomptés sur une perspective de long terme. Du fait de son éligibilité au plan d'épargne en actions et à l'article 209OA du Code Général des Impôts, le fonds est en permanence investi, au minimum à 90% en actions de société ayant leur siège dans un Etat membre de l'Union Européenne. Le portefeuille sera toutefois, en application de la stratégie de gestion, exposé au minimum à 60% aux actions de la zone euro. Le gérant complète, concomitamment à l'analyse financière, son étude par l'analyse de critères extra financiers afin de privilégier une sélection « investissement socialement responsable » (ISR) des sociétés en portefeuille. L'équipe de recherche ISR réalise une analyse détaillée des enjeux environnementaux et sociaux spécifiques à chaque secteur d'activités ainsi que des enjeux de gouvernance. Cette étude est réalisée en prenant en compte des éléments environnementaux, sociétaux et de gouvernance, c'est-à-dire : dimension environnementale : impact direct ou indirect de l'activité de l'émetteur sur l'environnement : changements climatiques, ressources naturelles, financement de projets, rejets toxiques, produits verts ; dimension sociétale : impact direct ou indirect de l'activité de l'émetteur sur les parties prenantes : salariés, clients, fournisseurs et société civile, par référence à des valeurs universelles (notamment : droits humains, normes internationales du travail, impact environnementaux, lutte contre la corruption...), capital humain, chaîne d'approvisionnement, produits et services ; dimension de gouvernance : ensemble des processus, réglementations, lois et institutions influant la manière dont la société est dirigée, administrée et contrôlée). L'univers d'investissement éligible est défini par l'exclusion des sociétés de la catégorie sous surveillance présentant les moins bons scores ISR (*scores best in class* calculés par notre pôle ISR) de l'indice Eurostoxx 50, désigné ci-après par le terme « univers d'investissement ». L'analyse ou la notation extra-financière réalisée porte au minimum sur 90% de l'actif net du Fonds. L'analyse ESG des pratiques des entreprises est réalisée à l'aide d'un outil propriétaire dédié permettant d'automatiser le traitement quantitatif des données ESG, combiné à une analyse qualitative du pôle ISR (données provenant essentiellement d'agences de notation ESG mais également d'agences spécialisées). Il existe un risque que, ponctuellement, notre approche ne soit pas efficiente et que la note finale

attribuée à un émetteur par le pôle ISR de la société de gestion diffère de celle proposée par un tiers. Par ailleurs, la sélection d'OPC ISR externes à la société de gestion peut générer une absence de cohérence dans la mesure où les fonds sélectionnés peuvent a priori mettre en place des approches ESG différentes et indépendantes les unes des autres. Les actifs sont sélectionnés selon des critères sociaux et sociétaux, la qualité des ressources humaines au sein de l'entreprise, le respect de l'environnement, la qualité de la relation avec les clients / fournisseurs, le degré de développement gouvernement d'entreprise, l'engagement sociétal de l'entreprise. Ainsi, un bonus sera accordé aux sociétés figurant dans le premier quartile ICB2 sur le pilier « social » leur permettant de se positionner sur une catégorie ISR supérieure, à l'exception toutefois des entreprises catégorisées sous surveillance. Enfin, entre 5% et 10% des actifs sont investis en titres émis par des entreprises solidaires agréées en application de l'article L.3332-17-1 du Code du travail. Une présentation détaillée du processus d'analyse extra-financière et d'intégration des évaluations est disponible dans le code de transparence présent sur le site internet de la société de gestion www.ofi-am.fr. Dans les limites prévues par la réglementation, le fonds peut intervenir sur des instruments financiers à terme (négociés sur des marchés réglementés et organisés, français ou étranger et/ou de gré à gré). Le fonds pourra intervenir sur des contrats financiers à terme négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de gré à gré. Dans ce cadre, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille ou de l'exposer aux actions, titres et valeurs assimilées, indices, pour tirer parti des variations de marché ou poursuivre l'objectif de gestion. Le fonds pourra notamment intervenir sur les contrats à terme et les options (vente, achat, dans, ou en dehors de la monnaie) portant sur l'indice Eurostoxx 50. Par ailleurs, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille contre un éventuel risque de change. En effet, le fonds n'intervient pas sur ces instruments à des fins de surexposition.

Fonds 14 : FR0013275112

Le compartiment met en œuvre une approche fondée notamment sur une analyse extra-financière des sociétés composant son indicateur de référence, qui permet de déterminer les pondérations des titres dans le portefeuille. Cette approche permet au gérant de projeter les valeurs et leurs rendements escomptés sur une perspective de long terme. Les actifs sont exposés au minimum pour 60% en valeurs actions ou assimilés de la zone euro (parmi les valeurs composant l'EUROSTOXX 50) mais également jusqu'à 40% maximum sur les valeurs composant l'EUROSTOXX, tout en étant en permanence investi à 90% de l'actif net en actions de sociétés ayant leur siège dans un Etat membre de l'Union Européenne. Le gérant complète,

concomitamment à l'analyse financière, son étude par l'analyse de critères extra financiers afin de privilégier une sélection « investissement socialement responsable » (ISR) des sociétés en portefeuille. L'équipe de recherche ISR réalise une analyse détaillée des enjeux environnementaux et sociaux spécifiques à chaque secteur d'activités ainsi que des enjeux de gouvernance. Cette étude est réalisée en prenant en compte des éléments Environnementaux, Sociétaux et de Gouvernance, c'est-à-dire : dimension Environnementale : impact direct ou indirect de l'activité de l'émetteur sur l'environnement : changements climatiques, ressources naturelles, financement de projets, rejets toxiques, produits verts ; dimension Sociétale : impact direct ou indirect de l'activité de l'émetteur sur les parties prenantes : salariés, clients, fournisseurs et société civile, par référence à des valeurs universelles (notamment : droits humains, normes internationales du travail, impact environnementaux, lutte contre la corruption...) capital humain, chaîne d'approvisionnement, produits et services ; dimension de gouvernance : ensemble des processus, réglementations, lois et institutions influant la manière dont la société est dirigée, administrée et contrôlée structure de la gouvernance. Selon l'analyse de la société de gestion, les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) constituent des zones de risque qui peuvent avoir des impacts financiers significatifs sur les émetteurs et donc sur leur durabilité. Par ailleurs, les émetteurs qui intègrent dans leur stratégie de croissance des réponses aux enjeux du développement durable créent des opportunités qui participent à leur développement économique. Dans ce sens, l'analyse ESG complète et enrichit l'analyse financière traditionnelle. L'équipe d'analyse ISR définit un référentiel sectoriel des enjeux clés (environnement, social, gouvernance listés ci-dessus), en sélectionnant pour chaque secteur d'activité les enjeux ESG les plus importants pour ce secteur. A partir du référentiel sectoriel d'enjeux clés, une note ESG est calculée par émetteur qui comprend d'une part les notes des enjeux clés environnementaux et sociaux (E et S) et d'autre part les enjeux de gouvernance. Les enjeux de gouvernance comprennent une pondération fixe de 30% pour le gouvernement d'entreprise et une pondération variable de 10% à 40% reflétant le niveau de risque induit par le comportement des dirigeants et de l'entreprise. Ce niveau varie selon les secteurs d'activités. La pondération globale des enjeux E et S est ensuite déterminée. La pondération des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance est spécifique à chaque secteur d'activités. Ces notes peuvent faire l'objet : d'éventuels malus liés à des controverses non encore intégrées dans les notations des enjeux clés et d'éventuels bonus ou malus attribués par l'analyste en charge du secteur en cas de divergence sur l'appréciation d'un enjeu par l'agence de notation. Cette note ESG est calculée sur 10. Sur OFI FINANCIAL INVESTMENT

- RS EURO EQUITY, l'univers d'investissement éligible est défini par la limitation des sociétés présentant les moins bons Scores ISR (scores *best In class* calculés par notre Pôle ISR) de l'indice Eurostoxx, désigné ci-après par le terme « univers d'investissement ». L'analyse ou la notation extra-financière réalisée porte au minimum sur 90% de l'actif net du compartiment. Dans l'approche *best in class*, à l'intérieur de chaque secteur, les sociétés sont classées en fonction de leur score ISR. Chaque catégorie ISR couvre 20% des sociétés du secteur ICB2. L'univers d'investissement éligible est défini par l'exclusion de l'univers d'investissement des sociétés présentant la catégorie ISR « sous surveillance », soit les 20% des sociétés ayant le plus grand retard en matière de prise en compte des critères ESG. Le compartiment adhère au Code de Transparence AFG Eurosif pour les OPC ISR ouverts au public, disponible sur le site internet www.ofi-am.fr. Ce code décrit de manière détaillée la méthode d'analyse extra financière ainsi que le processus de sélection ISR appliqué. L'analyse ESG des pratiques des entreprises est réalisée à l'aide d'un outil propriétaire dédié permettant d'automatiser le traitement quantitatif des données ESG, combiné à une analyse qualitative du pôle ISR (données provenant essentiellement d'agences de notation ESG mais également d'agences spécialisées). Il existe un risque que, ponctuellement, notre approche ne soit pas efficiente et que la note finale attribuée à un émetteur par le pôle ISR de la société de gestion diffère de celle proposée par un tiers. Par ailleurs, la sélection d'OPC ISR externes à la société de gestion peut générer une absence de cohérence dans la mesure où les fonds sélectionnés peuvent a priori mettre en place des approches ESG différentes et indépendantes les unes des autres. Dans les limites prévues par la réglementation, le compartiment peut intervenir sur des instruments financiers à terme (négociés sur des marchés réglementés et organisés, français ou étranger et/ou de gré à gré). Le compartiment pourra intervenir sur des contrats financiers à terme négociés sur des marchés réglementés français et étrangers ou de gré à gré. Dans ce cadre, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille ou de l'exposer aux actions, titres et valeurs assimilées, indices de marchés actions, pour tirer parti des variations de marché ou poursuivre l'objectif de gestion. Le compartiment pourra notamment intervenir sur les contrats à terme et les options (vente, achat, dans, ou en dehors de la monnaie) portant sur l'indice Eurostoxx 50. Par ailleurs, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille contre un éventuel risque de change. L'exposition du portefeuille n'a pas vocation à être supérieure à 100%.

Fonds 15 : FR0011351626

Mandarine Active est un fonds d'actions cotées de la zone euro de style « croissance ». L'objectif du fonds, géré de façon discrétionnaire, est de réaliser, sur l'horizon de placement recommandé de 5 ans, une performance supérieure à son indice de référence, l'indice EURO STOXX® Net Return (dividendes réinvestis) , en sélectionnant via une stratégie active de « *stock picking* » (choix de titres basé sur les convictions de l'équipe de gestion), des entreprises dégagant une croissance, notamment de leurs résultats et de leurs marges, supérieure à la moyenne et présentant un potentiel de valorisation. Cependant, le fonds n'a pas pour objectif de reproduire d'une manière ou d'une autre la performance de cet indice. Le fonds investira au moins 75% de son actif dans des actions de sociétés ayant leur siège social situé dans l'espace économique Européen. Dans ce cadre, le fonds sera investi de façon prépondérante et dynamique en actions de la zone euro et, dans une limite de 25% de l'actif net, en actions de petites capitalisations. L'exposition du fonds au marché actions est comprise entre 60% et 100%. Le fonds emploiera une stratégie extra-financière de type « *best in universe* » consistant à sélectionner les entreprises ayant les meilleures pratiques ESG de l'univers d'investissement (taux de rotation des employés, gestion du capital humain, diversité de gouvernance...) indépendamment de leur secteur d'activité. La part des émetteurs notée ESG dans le fonds (hors dette publique et liquidités) sera durablement supérieure à 90%. En plus de ce filtre extra-financier, un filtre extra-financier « propriétaire » est appliqué. Les entreprises européennes sont notées selon une note Active® en 5 paliers (quintiles) allant de A (meilleure note) à E (note la plus défavorable) afin d'identifier celles ayant un impact social positif au sein de l'univers d'investissement. Il résulte de l'application de ces deux filtres que toute entreprise appartenant aux quatre premiers quintiles du filtre « *best in universe* » mais ayant une note Active® inférieure à 0 sur l'échelle allant de -2 à +2 ne sera pas éligible au portefeuille et ce, à l'effet de dégager de l'univers d'investissement éligible les sociétés à impact sociétal positif. Le fonds pourra investir jusqu'à 25% de son actif net dans des instruments du marché monétaire ou des titres de créances et tous autres types de titres obligataires ou monétaires éligibles. Le fonds pourra également investir jusqu'à 10% de son actif net dans des parts ou actions d'OPC. L'exposition au risque de change pour des devises autres que celles de la zone euro sera accessoire.

Fonds 16 : FR0000437113

Le compartiment, de classification AMF « actions des pays de la zone euro », a pour objectif de maximiser, sur un horizon de placement recommandé d'au moins 5 ans, la performance du compartiment en investissant sur des titres d'entreprises sélectionnées pour leurs bonnes pratiques environnementales, sociales, et de gouvernance (E.S.G.), et pour leur qualité financière. Ce compartiment promeut des caractéristiques environnementales ou sociales (Article 8 du règlement (UE) 2019/2088 dit Sustainable Finance Disclosure (SFDR) Indicateur de référence pour information : MSCI EMU (NR). Cet indicateur regroupe plus de 300 actions représentant les plus grandes capitalisations boursières des pays de la zone euro, tous secteurs confondus. Le compartiment est géré activement. L'indicateur de référence est utilisé pour évaluer la performance. Il n'y a pas de contrainte relative à l'indicateur utilisé lors de la construction du portefeuille. Le processus de gestion comprend 2 étapes indépendantes et successives : la sélection, suivant des critères (E.S.G.), des meilleures entreprises au sein de chaque secteur (méthode « *best in class* ») afin de définir un univers d'investissement. La sélection de titres au sein de cet univers, sur des critères purement financiers. L'univers d'investissement ISR (investissement socialement responsable) est déterminé en prenant en compte des critères ESG qui s'appuient sur un modèle d'analyse interne. Ce modèle est alimenté entre autres par des données provenant d'agences de notation extra financière, de la recherche interne, de la recherche en investissement et d'outils d'informations financières. A titre d'exemple, pour le pilier E : les émissions de CO2, pour le pilier S : la gestion du personnel, et pour le pilier G : le niveau d'indépendance des administrateurs.

Fonds 17 : FR0000017329

L'OPCVM est une SICAV, relevant de la Directive Européenne 2009/65/CE, de classification AMF « actions de pays de la zone euro », ayant pour objectif d'obtenir une performance à moyen et long terme en investissant sur des actions d'entreprises qui satisfont aux critères de développement durable (politique sociale, droits de l'homme, gouvernement d'entreprise, politique environnementale et éthique). La gestion repose sur la sélection active de titres de sociétés qui offrent le meilleur couple qualités sociétales / qualités financières possible. Au sein de l'univers d'investissement, un minimum de 20% est considéré comme non investissable sur la base de l'analyse ESG quantitative qui est une approche « *best in-class* », renforcée par une règle de « *worst practice* ». La prise en compte des critères extra-financiers est systématique et couvre au moins 90% du portefeuille. Notre analyse ESG quantitative donne lieu à des notations

ESG propriétaires allant de 0 à 4. Le portefeuille doit avoir une notation moyenne de 2 au minimum. Des données provenant de fournisseurs tiers sont utilisées dans le cadre de la recherche ESG, ce qui peut générer certaines limites au regard de la fiabilité des données. Le degré minimum d'exposition au risque actions est de 90%. Afin d'être éligible au PEA, nous sommes investis en permanence à hauteur de 75% minimum d'actions de la zone euro. Nous pourrions investir en instruments du marché monétaire et obligataire de toute nature dans la limite de 20% (dont 10% maximum en direct) et jusqu'à 10% maximum en OPC. Nous pourrions intervenir sur des instruments financiers à terme négociés sur des marchés réglementés, organisés ou de gré à gré, dans un but de couverture, d'exposition et arbitrage dans la limite de 20% de son actif et pourrions effectuer des opérations d'acquisitions ou cessions temporaires de titres dans la limite de 10% de son actif. Le fonds bénéficie du label ISR. L'OPCVM est géré activement. L'indice : MSCI EMU Total Return Net (in EUR) est utilisé à posteriori comme indicateur de comparaison des performances. Nous sommes donc libres de choisir les titres qui composent le portefeuille dans le respect de la stratégie de gestion et des contraintes d'investissement. Vous pouvez demander le remboursement de vos catégories d'actions chaque jour avant 12h30, les opérations de rachat sont exécutées de façon quotidienne. La catégorie d'actions RC, destinée à tous souscripteurs, capitalise les revenus chaque année. Recommandation : cet OPCVM pourrait ne pas convenir aux investisseurs qui prévoient de retirer leur apport avant 5 ans.

Fonds 18 : FR0010636407

La stratégie d'investissement repose sur une stratégie de gestion opportuniste, sans aucun biais prédéfini, dont l'approche est fondée sur une forte conviction et sur l'identification de tendances ou de visions thématiques. La sélection des titres en portefeuille s'effectue par une double approche, à la fois financière et une approche ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) de type « *best in class* ». Dans un premier temps, le fonds prend en compte les enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance afin de préciser son univers d'investissement : (i) un filtre normatif exclut les émetteurs les plus controversés au regard des principes du pacte mondial des Nations Unies et les Etats ayant de mauvaises pratiques sur des thématiques fondamentales (droits de l'Homme, travail des enfants...) ; (ii) une analyse de la performance ESG relative des émetteurs est réalisée. Elle se traduit par un rating allant de A (meilleur score) à E. L'univers investissable est constitué des émetteurs notés de A à D. L'application de ce processus de sélection conduit à une réduction de 20% de l'univers d'investissement. L'application du filtre ESG permet d'exclure 20% de l'univers

d'investissement les valeurs les moins bonnes de l'univers investissable d'un point de vue best in class après application du premier filtre normatif. La proportion des titres en portefeuille faisant l'objet d'une analyse ESG est d'au-moins 90% de l'actif net. Le processus d'investissement repose sur une analyse quantitative (*scoring*) et qualitative des titres de l'univers d'investissement. Les valeurs sont principalement choisies en fonction de leurs caractéristiques intrinsèques et relatives, de l'appréciation de l'équipe de gestion quant aux perspectives de croissance long terme du cours de bourse de l'entreprise ainsi que du contexte économique et des marchés financiers. Le portefeuille est investi majoritairement dans des actions émises par des sociétés de la zone euro (90% minimum). Plusieurs limites méthodologiques peuvent être identifiées. L'analyse est donc dépendante de la qualité des informations données par les entreprises. La méthodologie d'analyse a pour objectif d'intégrer des éléments prospectifs permettant de s'assurer de la qualité des entreprises sélectionnées, l'anticipation de la survenue de controverses reste un exercice difficile. L'ajustement, à la hausse comme à la baisse, du niveau d'exposition aux actions est réalisé en permanence par le gérant, en fonction de ses anticipations (possibilité d'utiliser des instruments de gestion des risques financiers appelés « instruments financiers à terme ») dans une fourchette comprise entre 90 et 110 % de l'actif. Afin d'atteindre l'objectif de gestion ou gérer la trésorerie, le gérant peut également investir jusqu'à 10 % de l'actif net en parts ou actions d'OPCVM et/ou de FIA de droit français, ou OPCVM et/ou de FIA européens, de toutes classifications.

Fonds 19 : LU2109787635

Ce compartiment est géré de manière passive. Le Compartiment est un produit financier qui, conformément à l'Article 9 (3) du Règlement « Disclosure », vise à réduire les émissions de carbone par la réplication de l'indice. Le compartiment a pour objectif de répliquer la performance de l'Indice MSCI EMU SRI Filtered PAB, et de minimiser l'écart de suivi entre la valeur liquidative du compartiment et la performance de l'indice. Le compartiment vise à atteindre un niveau d'écart de suivi du compartiment et de son indice qui ne dépassera normalement pas 1 %. L'indice est un indice de rendement total net : les dividendes nets d'impôts et taxes versés par les composantes indicielles sont inclus dans le rendement de l'indice. L'indice MSCI EMU SRI Filtered PAB est un indice d'actions basé sur l'indice MSCI EMU représentatif des titres de moyenne à grande capitalisation de 10 pays développés de l'Union économique et monétaire de l'Union européenne (en novembre 2021). L'indice offre une exposition aux sociétés assorties de notations exceptionnelles en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) et exclut les sociétés dont les produits ont un impact social ou

environnemental négatif. En outre, l'indice vise à représenter la performance d'une stratégie qui pondère à nouveau les titres en fonction des opportunités et des risques liés à la transition climatique afin de répondre aux exigences minimales des réglementations de l'Union européenne relatives à l'Accord de Paris (EU PAB). Pour plus d'informations sur la composition de l'indice et ses règles de fonctionnement, veuillez consulter le prospectus ou le site internet suivant : [msci.com](https://www.msci.com). La valeur de l'indice est disponible sur Bloomberg (MXEMSXNE). L'exposition à l'indice sera réalisée par le biais d'une réplique directe, principalement en investissant directement dans des valeurs mobilières et/ou des actifs éligibles représentant les composantes indiciaires dans une proportion extrêmement proche de leur proportion dans l'indice. Le gestionnaire d'investissement pourra avoir recours aux instruments dérivés afin de gérer les entrées et sorties de fonds et également si cela permet une meilleure exposition à une composante indiciaire. Afin de gérer des revenus supplémentaires pour compenser ses coûts, le Compartiment peut également conclure des opérations de prêts de titres. Le compartiment intègre des risques liés à la durabilité comme indiqué plus en détail dans la section « investissement durable » du prospectus. Politique de dividendes : l'action de capitalisation conserve automatiquement, et réinvestit, tous les revenus qui lui sont attribuables dans le compartiment ; accumulant ainsi de la valeur dans le prix des actions de capitalisation. La durée minimum d'investissement recommandée est 5 ans. Les actions du compartiment sont cotées et négociées sur un ou plusieurs marchés boursiers. Dans des circonstances normales, vous pouvez négocier des actions pendant les horaires d'ouverture des marchés, à condition que les teneurs de marché peuvent maintenir la liquidité du marché. Seuls les participants autorisés (par exemple les institutions financières sélectionnées) peuvent négocier des actions directement avec le compartiment sur le marché primaire. Pour plus de détails, veuillez-vous référer au prospectus de l'OPCVM.

Fonds 20 : LU0914731947

Le compartiment a un objectif d'investissement durable qui consiste à allouer le capital à des modèles économiques durables présentant des avantages environnementaux et/ou sociaux en investissant dans des sociétés dont l'activité économique contribue positivement ou ne nuit pas de manière significative à la réalisation d'un ou de plusieurs objectif(s) de développement durable (ODD) des Nations Unies et/ou réduit le risque de ne pas atteindre un ou plusieurs ODD de l'ONU. Le compartiment cherchera à investir dans des sociétés cotées en bourse dans la zone euro, tout en incluant systématiquement des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (« ESG »), la performance financière étant mesurée par rapport à l'indice MSCI

EMU dividendes nets réinvestis sur la durée minimale de placement recommandée de 5 ans. L'indice MSCI EMU dividendes nets réinvestis représente les marchés d'actions de la zone euro. La politique d'investissement repose sur une gestion active, l'indicateur de référence est utilisé uniquement à titre de comparaison. En pratique, le portefeuille du compartiment est susceptible d'inclure des composants de l'indice de référence, mais le gestionnaire financier a toute latitude pour sélectionner les titres composant le portefeuille dans les limites de la politique d'investissement du compartiment. Le gestionnaire ne cherche cependant pas à répliquer cet indicateur de référence et peut donc s'en écarter largement. L'indicateur de référence peut servir à déterminer la commission de performance qui pourra être prélevée. La politique d'investissement du compartiment consiste à investir dans des actions de sociétés de la zone euro dont les activités englobent la conception, la production, la promotion ou la commercialisation de technologies, services ou produits qui contribuent à la protection de l'environnement et à l'amélioration des conditions de vie. Elle privilégie les thèmes phares suivants de l'investissement durable : santé, énergie, gestion des ressources naturelles, consommation, construction et urbanisme, mobilité, technologies de l'information et finance. L'approche d'investissement socialement responsable (« ISR ») mise en œuvre combine principalement des approches thématiques ESG systématiques et des approches « *best in universe* », complétées par des approches par l'exclusion sectorielle et par les engagements. L'approche ESG du gestionnaire financier consiste à privilégier l'investissement dans les émetteurs contribuant à la réalisation des ODD de l'ONU et a donc défini des méthodologies d'analyse ESG exclusives adaptées à chaque catégorie d'émetteurs qui visent à évaluer les impacts sociaux et environnementaux de chaque société par rapport aux ODD de l'ONU. Cela consiste notamment à évaluer chaque société au regard des critères extra-financiers suivants : critères environnementaux (impacts environnementaux de la production d'énergie, conception environnementale et recyclage), critères sociaux (pratiques en matière de santé et de sécurité des employés, droits et conditions de travail au sein de la chaîne d'approvisionnement) et critères de gouvernance (cohérence de la gouvernance de l'entreprise avec une vision à long terme, équilibre de la distribution de valeur, éthique commerciale). Tous les titres sélectionnés auront été analysés et auront reçu une notation ESG par le gestionnaire financier. Cette approche ISR se traduit par une hausse de la notation par rapport à la notation moyenne de l'univers d'investissement après avoir éliminé au moins 20 % des titres les moins bien notés. L'analyse repose en grande partie sur des données qualitatives et quantitatives fournies par les sociétés elles-mêmes et dépend donc de la qualité de ces informations. Bien qu'en constante

amélioration, les rapports ESG des sociétés restent très hétérogènes. Veuillez-vous reporter à la section « description de l'analyse extra-financière et prise en compte des critères ESG » du prospectus pour plus d'informations sur les considérations ESG. Le compartiment peut investir au moins 80% de son actif net dans des actions de la zone euro et jusqu'à 10% de son actif net dans des instruments de liquidité et du marché monétaire. L'exposition du compartiment au risque de change ne peut pas dépasser 10% de son actif net. Le compartiment peut utiliser des instruments dérivés à des fins de couverture et de gestion efficace du portefeuille. Les revenus perçus par le compartiment sont réinvestis pour les actions de capitalisation et distribués pour les actions de distribution. Les actionnaires peuvent procéder au rachat des actions sur simple demande chaque jour ouvrable au Luxembourg à 13h30.

Fonds 21 : FR0000982761

L'OPCM est activement géré afin de capturer les opportunités sur les marchés actions de la zone euro. Les actions sélectionnées par l'équipe de gestion sont sélectionnées parmi celles composant l'indicateur de référence. Il est précisé que la volatilité de l'OPCVM et de l'indicateur de référence ne devrait pas s'éloigner de manière significative, le portefeuille investissant totalement dans des instruments financiers composant l'indicateur de référence. Le gestionnaire financier utilise largement les données ESG dans le cadre de la construction de l'univers de sélection. Les notes ESG permettent aussi d'orienter la construction du portefeuille vers des valeurs démontrant des caractéristiques ESG supérieures. L'objectif de l'OPCVM est d'investir dans des titres durables qui ont mis en œuvre de bonnes pratiques en termes de gestion de leurs impacts environnementaux, de gouvernance et de pratiques sociales (ESG), qui à titre illustratif, peuvent être l'empreinte carbone et/ou l'intensité en eau pour l'aspect environnemental, la santé et/ou l'égalité hommes-femmes pour l'aspect social, la politique de rémunération pour la gouvernance. L'OPCVM applique une approche d'investissement socialement responsable dite en « sélectivité » qui consiste à sélectionner les meilleurs émetteurs de l'univers investissable sur la base de leurs notations extra-financières avec un focus sur les scores ESG. Cette approche de sélectivité « *best in class* », appliquée de manière contraignante à tout moment, consiste à réduire d'au moins 20% l'univers d'investissement tel que défini par l'indicateur de référence, en excluant les émetteurs sur la base de leurs scores ESG. En outre, l'OPCVM applique les politiques d'exclusion sectorielle d'AXA IM dans des domaines tels que les armes controversées, les risques climatiques, les matières premières agricoles et l'huile de palme et la politique de standards environnementaux, sociaux et de gouvernance d'AXA IM (politique de standards ESG d'AXA IM), qui intègre des politiques d'exclusion supplémentaires telles que le

tabac et les armes au phosphore blanc, les investissements en titres émis par des sociétés en violation grave des principes du pacte mondial des Nations Unies et présentant les scores ESG les plus bas tels que décrits dans la politique. Les données ESG utilisées dans le processus d'investissement reposent sur des méthodologies ESG basées en partie sur des données fournies par des tiers, et dans certains cas développées en interne, elles sont donc subjectives et peuvent évoluer dans le temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies d'investissement qui utilisent les critères ESG et les *reportings* ESG sont difficilement comparables entre elles. L'OPCVM est en permanence investi à hauteur de 75% minimum de son actif dans des actions éligibles au PEA, de toutes capitalisations, de tous secteurs économiques et répondant aux critères d'investissement responsable. Dans la limite de 200% de l'actif net de l'OPCVM, la stratégie d'investissement peut être réalisée par des investissements en direct ou via des dérivés. L'OPCVM peut utiliser des dérivés également pour se couvrir. Le fonds est un produit financier qui a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 22 : LU0545089723

Le compartiment est géré de manière active afin de saisir les opportunités sur le marché actions dans la zone euro, en investissant au moins 20% de son actif net dans des actions de sociétés faisant partie de l'univers de l'indice de référence EURO STOXX Total Return Net (l'« indice de référence »). Dans le cadre du processus d'investissement, le gestionnaire financier bénéficie d'un large pouvoir discrétionnaire sur la composition du portefeuille du compartiment et peut prendre, sur la base de ses convictions d'investissement, d'importantes positions surpondérées et sous-pondérées sur les pays, les secteurs et les sociétés par rapport à la composition de l'indice de référence et/ou exposer le compartiment à des sociétés, des pays ou des secteurs qui ne sont pas inclus dans l'indice de référence, bien que les composants de l'indice de référence soient généralement représentatifs du portefeuille du compartiment. Par conséquent, l'écart avec l'indice de référence peut être important. Le compartiment vise à investir dans des actions de sociétés cotées dans la zone euro qui créent une valeur financière et sociétale en favorisant le progrès social et/ou un impact positif sur l'environnement. Le compartiment vise à soutenir à long terme les objectifs de développement durable des Nations Unies en mettant l'accent sur les thèmes sociaux et environnementaux et est tenu d'appliquer l'approche d'impact d'AXA IM (<https://www.axa-im.com/who-we-are/impact-investing>) qui repose sur 5 piliers clés :

intentionnalité, matérialité, additionnalité, externalité négative et mesurabilité. Le compartiment s'engage à investir au moins 70% de son actif dans des sociétés qui ont été évaluées en interne par le biais de cette approche d'investissement d'impact. Premièrement, le compartiment applique à tout moment les politiques d'exclusion sectorielle et de normes ESG d'AXA IM, sauf pour les dérivés et les OPC sous-jacents (<https://www.axa-im.com/our-policies>) et une approche sélective « *best in universe* » (type de sélection ESG consistant à donner la priorité aux entreprises les mieux notées de l'univers d'investissement d'un point de vue extra-financier, indépendamment de leur secteur d'activité, et à accepter des biais sectoriels, sachant que les secteurs jugés globalement les plus vertueux seront plus fortement représentés) consistant à réduire l'univers d'investissement, tel que décrit dans le prospectus, en utilisant une combinaison de données internes et externes d'alignement sur les ODD. Deuxièmement, le gestionnaire financier utilise une stratégie qui combine une analyse macroéconomique et une analyse spécifique des secteurs et des sociétés et une analyse rigoureuse du modèle économique, de la qualité des dirigeants, des perspectives de croissance et du profil de risque et de rendement des entreprises, avec un accent sur leur capacité à offrir un potentiel de croissance supérieur, en se concentrant sur la fourniture de produits et services qui répondent à divers besoins sociaux et écologiques. À titre d'exemple, les critères ESG peuvent être l'empreinte carbone pour la dimension environnementale, la gestion des ressources humaines et l'égalité des sexes pour la dimension sociale, ou encore la politique de rémunération pour la partie gouvernance. Les données ESG utilisées se basent sur des méthodologies fondées en partie sur des données de tiers et, dans certains cas, sont développées en interne, sont subjectives et peuvent évoluer au fil du temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies utilisant des critères ESG et des rapports ESG sont difficiles à comparer entre elles. Les stratégies intégrant des critères ESG et celles intégrant des critères de développement durable peuvent utiliser des données qui semblent similaires, mais qui doivent être distinguées, car leur méthode de calcul peut être différente. Le compartiment investit : - au moins 75% de son actif net en titres et droits éligibles au PEA émis par des sociétés enregistrées dans l'EEE, dont au minimum 60 % sur les marchés de la zone euro - jusqu'à 25% de son actif net dans des instruments du marché monétaire - jusqu'à 10 % de son actif net dans des actions émises par des sociétés situées en dehors de la zone euro, pays émergents inclus Dans la limite de 200% de son actif net, le compartiment peut utiliser des investissements directs et/ou des produits dérivés pour atteindre son objectif d'investissement. Des produits dérivés peuvent être utilisés à des fins de gestion efficace du portefeuille. Le fonds est un produit financier qui a un

objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 23 : FR0000004970

De classification « Actions des pays de la zone euro », la SICAV a pour objectif de réaliser, sur l'horizon de placement recommandé (5 ans), une performance proche de l'indice Euro Stoxx 50 (code Bloomberg : SX5T). A cette fin, il sera procédé à une sélection des émetteurs qui, parmi ceux de l'indice Euro Stoxx (code Bloomberg SXXT) comprenant environ 300 valeurs, sont jugés, selon le processus d'analyse ISR (investissement socialement responsable) utilisé par la société de gestion, les plus performants d'un point de vue environnement, social et de gouvernance (ESG). La SICAV s'efforcera de maintenir un écart de suivi entre l'évolution de sa valeur liquidative et celle de l'indice Euro Stoxx 50 (code Bloomberg : SX5T) à un niveau inférieur à 3,5%. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que son investissement dans la SICAV ne génère pas d'impact direct sur l'environnement et la société mais que la SICAV cherche à sélectionner et à investir dans les entreprises qui répondent aux critères précis définis dans la stratégie de gestion. L'indicateur de référence est : Euro Stoxx 50 (cours de clôture et dividendes nets réinvestis). L'univers d'investissement de la SICAV est celui des actions composant l'indice Euro Stoxx qui comprend environ 300 valeurs de la zone euro. Cet univers d'investissement est filtré en amont selon les principes de notre processus ISR (investissement socialement responsable) qui repose sur les 3 principes suivants appliqués en concomitance : exclusion des paradis fiscaux et exclusions sectorielles : Ecofi Investissements exclut de l'ensemble de ses investissements les Etats désignés comme des paradis fiscaux, les émetteurs dont le siège social est enregistré dans un paradis fiscal, les entreprises impliquées dans la production d'armements controversés, les jeux d'argent, la production de tabac, les énergies fossiles non conventionnelles, l'extraction et la production d'énergie liée au charbon, l'extraction, le raffinage et la production d'énergie liée au pétrole. L'investissement en instruments financiers émis par des entreprises qui produisent ou commercialisent des armes de guerre est strictement prohibé.

L'évaluation de la performance ESG est obtenue grâce à l'analyse fondée sur les critères utilisés par Vigeo Eiris selon une approche « *best in universe* » (exemples pour les entreprises : politique en matière d'émissions de gaz à effet de serre, taux de fréquence et de gravité des accidents du travail, part de femmes dans les instances dirigeantes ; exemples pour les Etats :

ratification des conventions internationales environnementales, taux de scolarisation, ratification des conventions sur les droits humains des Nations-Unies). Elle inclut la surpondération des indicateurs quantitatifs de résultat et ceux de la « Touche ECOFI » (pour les entreprises : équilibre des pouvoirs et efficacité du conseil d'administration, non-discrimination et égalité hommes-femmes, relations responsables avec les clients et les fournisseurs, responsabilité fiscale ; pour les Etats : efficacité gouvernementale, parité liée au genre, dépenses publiques en matière de santé et d'éducation, transparence fiscale, émissions de CO2). Les émetteurs sont repartis en déciles (fractionnement de l'univers en 10 parts égales; le décile 1 est constitué par les émetteurs les mieux notés et le décile 10 par les émetteurs les moins bien notés) selon la note attribuée. L'OPC peut investir dans les émetteurs appartenant aux déciles 1 à 5. L'OPC ne peut pas investir dans des sociétés non notées par notre agence de notation ESG et dans des OPC externes. Le taux de couverture de l'analyse ESG du portefeuille est de 90% minimum de l'actif net, hors liquidités. Le processus ISR exclut les Etats ne faisant pas preuve d'un cadre législatif et social suffisant au développement de la démocratie et les sociétés impliquées dans des controverses ESG, incidents dont la gravité est évaluée sur une échelle de 1 (impact faible) à 5 (impact fort). Le processus ISR appliqué à l'OPC conduit à exclure les émetteurs faisant l'objet de controverses de niveau 4 et 5.

Les critères retenus pour évaluer la note ESG des émetteurs publics et privés ne sont pas identiques. A note équivalente, un émetteur privé et un émetteur public ne sont pas strictement comparables. Par ailleurs, les notes ESG sont calculées à travers l'approche *best in universe*, consistant à privilégier les émetteurs les mieux notés d'un point de vue ESG indépendamment de leur secteur d'activité. Malgré la prise en compte des enjeux ESG les plus matériels en fonction du secteur, cette approche peut potentiellement créer des biais sectoriels. Après l'application de ces trois principes, 20% minimum des émetteurs de l'univers d'investissement initial sont exclus. Une présentation détaillée du processus ISR est disponible sur notre site internet : http://www.ecofi.fr/sites/default/files/publications/code_de_transparence.pdf. Au sein de l'univers d'investissement ainsi filtré, la SICAV investit exclusivement dans des émetteurs évalués comme alignés avec le scénario de développement durable (SDS - 1,5°) de l'agence internationale de l'énergie d'ici 2050. L'équipe de gestion réalise ensuite une allocation se fondant sur un processus statistique de construction de portefeuille développé par la société de gestion et qui vise une minimisation de l'écart de suivi entre la performance de la SICAV et celle de son indicateur de référence. La SICAV bénéficie ainsi d'une gestion reposant sur cet outil d'allocation statistique interne prenant en compte la performance des valeurs de

l'univers filtré, leur volatilité et les corrélations entre elles afin de retenir les valeurs dont le comportement se rapproche de l'indicateur de référence.

Conformément à sa classification, la SICAV est en permanence exposée à hauteur de 60% minimum de son actif net au marché des actions émises dans les pays de la zone euro dont éventuellement le marché français. Par ailleurs, la SICAV est investie, en permanence, à hauteur de 75% minimum de son actif net en titres et droits éligibles au PEA. Les actions éligibles à l'actif de la SICAV devront être uniquement libellées en euro et pourront être négociées sur les marchés réglementés et/ou sur les marchés organisés de la zone euro. Sous réserve de respecter les contraintes précitées d'exposition action, l'équipe de gestion a la faculté d'investir le portefeuille en instruments du marché monétaire et titres émis par les Etats de la zone euro (dont les titres du Trésor français : BTF, BTAN, et OAT) et libellés en euro, soit en période de mauvaise orientation des marchés actions en vue d'améliorer la régularité des revenus, soit pour les besoins de la gestion de la liquidité du portefeuille. L'investissement en instruments financiers émis par des entreprises qui produisent ou commercialisent des armes de guerre est strictement prohibé. L'OPC peut intervenir, en couverture uniquement, sur des contrats financiers (i.e. instruments financiers à terme) à terme ferme ou conditionnel, négociés sur des marchés réglementés français et/ou étrangers, et/ou des marchés organisés, français et/ou étrangers. Ces interventions sont destinées à couvrir le portefeuille contre le risque actions dans la zone géographique de son univers d'investissement. Par construction, l'OPC n'a pas vocation à être exposée au risque de change. Ces interventions sont destinées à couvrir le portefeuille contre le risque actions dans la zone géographique de son univers d'investissement. Par construction, la SICAV n'a pas vocation à être exposée au risque de change. Pour la gestion de sa trésorerie, l'OPC a recours à des dépôts, des emprunts d'espèces. L'OPC peut investir, jusqu'à % maximum de son actif net, en parts et/ou actions d'OPCVM et/ou de FIA de droit français. Les OPC sélectionnés relèveront des classifications AMF « monétaire court terme », « monétaire », « obligations et autres titres de créance libellés en euro » ou sans classification. Ces OPC peuvent être gérés ou promus par ECOFI Investissements ou l'une de ses filiales. Les FIA éligibles à l'actif du FCP répondent aux quatre critères de l'article R.214-13 du Code monétaire et financier.

Fonds 24 : FR0000984346

De classification « Actions de pays de la zone euro », le fonds « ALM ACTIONS ZONE EURO ISR » a pour objectif de surperformer l'indice « MSCI EMU » (net de frais de gestion), évalué

sur les cours de clôture (dividendes nets réinvestis), en mettant en œuvre une stratégie ISR. L'indice « MSCI EMU » est un indice actions représentatif des plus grandes capitalisations de la zone euro. Il est libellé en euro et contient environ 240 valeurs. 90% minimum des investissements du fonds sont en titres vifs ou en parts ou actions d'OPC gérés ou non par la société de gestion dits socialement responsables (ISR). Ces investissements ont été réalisés selon la méthodologie d'investissements socialement responsable (ISR) définie par la société de gestion et décrite ci-dessous. Pour la sélection des titres vifs, la société de gestion utilise une approche ISR dite « *best in class* » qui consiste à noter les émetteurs des titres pour ne retenir que ceux ayant les meilleures pratiques. Sur la base de cette notation, pour les émetteurs privés, seuls les titres des émetteurs ayant une note environnementale, sociétale et de gouvernance (ESG) parmi les plus performantes de leur secteur d'activité peuvent être en portefeuille. L'évaluation des entreprises porte sur les enjeux environnementaux (ex : réduction des émissions de gaz à effet de serre, biodiversité), sociaux (ex : gestion des restructurations) et de gouvernance (ex : prévention de la corruption, qualité des instances de gouvernance). En ce qui concerne la sélection des OPC internes et externes, l'univers d'investissement initial est composé uniquement d'OPC ayant obtenu le Label ISR ou un label européen équivalent. Les OPC sont ensuite sélectionnés à l'issue d'un processus de gestion décliné en trois étapes. La première étape consiste à appliquer un filtre quantitatif pour réduire l'univers des OPC sélectionnés. La deuxième étape permet de prendre en compte des données extra financières, tout en s'assurant du respect de la politique d'investissement responsable d'AG2R LA MONDIALE par les OPC sélectionnés. La troisième étape porte sur l'analyse qualitative du processus de gestion des OPC externes sélectionnés à l'issue de l'étape précédente. Les OPC sélectionnés peuvent a priori mettre en place des approches ISR différentes et indépendantes les unes des autres. Néanmoins, la cohérence entre ces différentes approches ISR est appréciée par leur alignement avec les politiques d'investissement responsable (IR) appliquées par chaque OPC sélectionné et celles mises en place par AG2R LA MONDIALE.

Fonds 25 : FR0010654830

L'objectif de gestion du compartiment, de classification « Actions de pays de la zone euro », est d'obtenir, sur la durée de placement recommandée de cinq 5 ans minimum, une performance, nette de frais de gestion, supérieure à l'indice de référence, l'indice Euro Stoxx, en euro, dividendes nets réinvestis, par la mise en œuvre d'une politique d'investissement répondant à des critères financiers et extra-financiers. Le fonds place les critères extra-financiers au cœur de son processus d'investissement et de sélection des émetteurs et prête une

attention particulière en ce qui concerne le capital humain. L'OPC est géré activement et vise à obtenir une performance supérieure à celle son indice de référence. La gestion du fonds est discrétionnaire : le fonds sera principalement exposé aux émetteurs de l'indice de référence et pourra être exposé à des émetteurs non inclus dans l'indice de référence. Le taux d'investissement sur les marchés actions des pays membres de la zone euro est de 80% minimum de l'actif. L'exposition globale du portefeuille actions incluant les produits dérivés est de 60% minimum et de 110% maximum de l'actif net, l'exposition via les dérivés n'excédant pas une fois l'actif de l'OPCVM. La sélection pourra se porter sur des actions de toutes capitalisations boursières, sans limite d'investissement sur les petites et moyennes capitalisations. Le processus d'investissement se fait selon une double approche : l'intégration ESG avec un engagement significatif dans la gestion et thématique. Etape 1 du processus d'investissement : l'univers d'investissement initial est construit à partir de titres libellés en Euro, ayant une capitalisation boursière supérieure à un 1 milliard d'euros dont les sièges sociaux se trouvent dans un pays de la zone euro. L'analyse des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance est effectuée par l'équipe de recherche qui a développé un modèle ESG propriétaire. À la fin du processus, chaque émetteur se voit attribuer un score ESG global ainsi qu'un score pour chaque pilier E, S et G, de zéro (le pire) à 10 (le meilleur). La 1ère étape de l'analyse extra-financière consiste à identifier, à partir de ces critères exclusivement ESG, les émetteurs devant être écartés. Ainsi, certains émetteurs sont automatiquement écartés en vertu de la politique d'exclusion du groupe La Française. Ensuite, sont écartés les 25% des émetteurs dont le score global ESG, le score E, le score S ou le score G sont les plus faibles de l'univers d'investissement initial. Etape 2 du processus d'investissement : la deuxième étape consiste à attribuer une notation à l'ensemble des émetteurs faisant partie de l'univers d'investissement précédemment réduit. Lors de cette seconde étape, les émetteurs se voient attribuer ces scores : - un score quantitatif propriétaire basé sur les critères de qualité, de croissance, de valorisation, de volatilité et de *momentum* ; - un score analyste gérant basé sur l'analyse financière des valeurs réalisée par les analystes gérants ; - un score Capital Humain visant à privilégier les émetteurs ayant de bonnes pratiques envers leurs salariés ; Au terme de cette deuxième étape, les émetteurs ayant reçu une appréciation favorable par un comité hebdomadaire constituent ainsi la liste d'investissement. Etape 3 du processus d'investissement: la troisième étape du processus d'investissement consiste à piloter la construction du portefeuille ainsi que la dynamique des risques. Les gérants analystes, sélectionnent les émetteurs au sein de la liste d'investissement précédemment définie (Etapas 1

et 2), calibrent ensuite le portefeuille en fonction des convictions de l'équipe et conformément au cadre de risque établi pour le compartiment. La part des émetteurs analysés au titre de ces critères ESG dans le portefeuille est supérieure à 90% des titres en portefeuille. La limite à la méthodologie retenue est que la qualité des analyses effectuée par le centre de recherche sont dépendantes de la qualité des informations collectées et de la transparence des émetteurs. Dans la limite de 10% maximum de l'actif net, le compartiment pourra être exposé aux marchés actions hors zone euro, y compris les marchés émergents. Cette limite porte sur les titres considérés comme hors zone euro et non inclus dans l'indice de référence du compartiment. Dans le cadre de ses investissements dans des titres non libellés en euro, le compartiment pourra être exposé au risque de change dans la limite de 10% maximum de l'actif net. Le compartiment pourra également investir dans la limite de 10% dans des parts ou actions d'OPCVM français ou européens : - le compartiment pourra investir jusqu'à 10% de son actif en produits de taux (ex. titres de créance négociables) « *investment grade* » émis par des émetteurs des pays membres de la zone euro du secteur public ou privé et répondant aux principes de l'analyse extra financière. - le compartiment pourra avoir recours aux emprunts d'espèces ainsi qu'aux opérations d'acquisition et de cessions temporaires de titres à titre accessoire. A titre accessoire, le fonds pourra avoir recours aux emprunts d'espèces ainsi qu'aux opérations d'acquisition et de cessions temporaires de titres. Le compartiment pourra également utiliser des instruments financiers à terme simples de préférence sur les marchés à terme organisés européens et internationaux, mais se réserve la possibilité de conclure des contrats de gré à gré. Dans ce cadre, le gérant pourra prendre des positions en vue de couvrir et/ou d'exposer le portefeuille sur les risques actions et titres assimilés et/ou sur indices actions pour ajuster le taux d'exposition ou dans le cas de fluctuations importantes des marchés.

Fonds 26 : LU1602144575

Ce compartiment est géré de manière passive. Le Compartiment est un produit financier qui promeut, entre autres caractéristiques, des caractéristiques ESG en vertu de l'Article 8 du Règlement « Disclosure ». Le compartiment a pour objectif de répliquer la performance de l'indice MSCI EMU ESG LEADERS SELECT 5% Issuer Capped et de minimiser l'écart de suivi entre la valeur liquidative du compartiment et la performance de l'indice. Le compartiment vise à atteindre un niveau d'écart de suivi du compartiment et de son indice qui ne dépassera normalement pas 1%. L'indice est un indice de rendement total net : les dividendes nets d'impôts et taxes versés par les composantes indicielles sont inclus dans le rendement de l'Indice. L'indice MSCI EMU ESG Leaders Select 5% Issuer Capped est un indice d'actions

basé sur l'indice MSCI EMU (l'« Indice cadre »), représentatif des titres de moyenne à grande capitalisation de 10 pays développés (en septembre 2020) de l'Union économique et monétaire européenne et émis par des sociétés assorties de notations exceptionnelles en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) dans chaque secteur de l'indice cadre. Les informations sur la conformité de l'indice à ces caractéristiques environnementales, sociales et de gouvernance sont disponibles dans le prospectus. Pour plus d'informations sur la composition de l'indice et ses règles de fonctionnement, veuillez consulter le prospectus ou le site internet suivant : [msci.com](https://www.msci.com) La valeur de l'indice est disponible sur Bloomberg (MXEMUEL5). L'exposition à l'indice sera réalisée par le biais d'une réplique directe, principalement en investissant directement dans des valeurs mobilières et/ou des actifs éligibles représentant les composantes indiciaires dans une proportion extrêmement proche de leur proportion dans l'indice. Le gestionnaire d'investissement pourra avoir recours aux instruments dérivés afin de gérer les entrées et sorties de fonds et également si cela permet une meilleure exposition à une composante indiciaire. Afin de gérer des revenus supplémentaires pour compenser ses coûts, le compartiment peut également conclure des opérations de prêts de titres. Le compartiment intègre des risques liés à la durabilité comme indiqué plus en détail dans la section « investissement durable » du prospectus. L'action de capitalisation retient automatiquement les revenus nets de l'investissement et les réinvestit dans le compartiment quand l'action de distribution paie des dividendes. La durée minimum d'investissement recommandée est 5 ans. Les actions du compartiment sont cotées et négociées sur un ou plusieurs marchés boursiers. Dans des circonstances normales, vous pouvez négocier des actions pendant les horaires d'ouverture des marchés, à condition que les teneurs de marché peuvent maintenir la liquidité du marché. Seuls les participants autorisés (par exemple les institutions financières sélectionnées) peuvent négocier des actions directement avec le compartiment sur le marché primaire.

Fonds 27 : FR0000437774

L'objectif de l'OPCVM, un fonds ISR, consiste à surperformer l'indice CAC All Tradable DNR (dividendes nets réinvestis) sur sa durée minimale de placement recommandée de cinq 5 ans, grâce à une sélection de titres, essentiellement parmi les actions françaises et de la zone euro de moyennes et grandes capitalisations, qui présentent le meilleur potentiel d'appréciation. Les sociétés françaises et de la zone euro sont choisies selon une démarche ISR pour la qualité de leurs fondamentaux économiques et pour la qualité de leur responsabilité d'entreprise à travers l'intégration systématique dans l'analyse des critères environnementaux, sociaux/sociétaux et

de gouvernance (ESG). L'indice CAC All Tradable DNR, calculé dividendes nets réinvestis, est représentatif des valeurs de place boursière de Paris, regroupant les valeurs de petites, moyennes et grandes capitalisations. La politique d'investissement repose sur une gestion active, l'Indicateur de Référence est utilisé uniquement à titre de comparaison. Le gérant est donc libre de choisir les titres qui composent le portefeuille dans le respect de la stratégie de gestion et des contraintes d'investissement. La politique d'investissement de cet OPCVM repose sur une gestion active de conviction selon une approche « *Quality GARP* » et ISR. Dans un premier temps, l'équipe de gestion sélectionne des actions de sociétés françaises et de la zone euro considérées par la société de gestion comme occupant une position de leader global ou régional et en fonction de leurs qualités fondamentales en prenant en compte les perspectives de croissance et le niveau de valorisation. Dans un deuxième temps, les sociétés précédemment retenues sont sélectionnées en fonction de leur évaluation ESG tels que les émissions de CO2 (critère environnemental), la sécurité et la santé des employés (critère social) ou encore les pratiques éthiques de la société (critère gouvernance). La démarche ISR du gérant s'articule autour des axes suivants : intégration des dimensions ESG, exclusion des émetteurs controversés. L'équipe de gestion utilise un modèle d'analyse ESG propriétaire avec la méthode « *best in universe* » (sélection des émetteurs ayant les meilleures pratiques ESG indépendamment de leur secteur d'activité). La sélection ESG reposant sur des critères non financiers, il existe un risque que l'OPCVM ne soit pas investi à tout moment sur les instruments les plus performants. Ces critères non financiers étant issus pour partie d'une appréciation qualitative des analystes et pour partie des données extra-financières publiées par les émetteurs, lesquelles peuvent être incomplètes, inexactes ou indisponibles, il y a un risque qu'un titre ou émetteur soit incorrectement noté et soit inclus ou exclu pour ces raisons du portefeuille. La démarche est complétée par la validation de l'exposition aux différents marchés et de l'allocation sectorielle dans une démarche de gestion du risque. Cet OPCVM a pour classification AMF : Actions de pays de la zone euro. L'OPCVM investit au minimum 75% de l'actif net en actions françaises et valeurs assimilées. L'exposition aux actions de la zone euro (hors France) est limitée à 30% de l'actif net de l'OPCVM. L'OPCVM peut investir jusqu'à 100% en moyenne capitalisation et jusqu'à 15% maximum de l'actif net en petites capitalisations. Le portefeuille de l'OPCVM est exposé, notamment par le biais d'actions et d'instruments dérivés, aux actions françaises et de la zone euro entre 60% et 110% de son actif net. L'OPCVM capitalise ses revenus pour les parts de capitalisation (C) et les distribue pour les parts de distribution (D).

Les demandes de rachat de parts sont reçues tous les jours au plus tard à 9h00 et exécutées quotidiennement.

Fonds 28 : FR0007494703

L'objectif de gestion du fonds est de réaliser sur un horizon minimum de 5 ans, une performance nette de frais de gestion supérieure à l'indice de référence MSCI Europe, dividendes réinvestis, en mettant en œuvre une stratégie ISR (« investissement socialement responsable »). 90% minimum des investissements du fonds sont en titres vifs ou en parts ou actions d'OPC gérés ou non par la société de gestion dits socialement responsables (ISR) et intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Ces investissements ont été réalisés selon la méthodologie d'investissements socialement responsable (ISR) définie par la société de gestion et décrite ci-dessous. Pour la sélection des titres vifs, la société de gestion utilise une approche ISR dite « *best in class* » qui consiste à noter les émetteurs des titres pour ne retenir que ceux ayant les meilleures pratiques. Sur la base de cette notation, pour les émetteurs privés, seuls les titres des émetteurs ayant une note environnementale, sociétale et de gouvernance (ESG) parmi les plus performantes de leur secteur d'activité peuvent être en portefeuille. L'évaluation des entreprises porte sur les enjeux environnementaux (ex : réduction des émissions de gaz à effet de serre, biodiversité), sociaux (ex : gestion des restructurations) et de gouvernance (ex : prévention de la corruption, qualité des instances de gouvernance). En ce qui concerne la sélection des OPC internes et externes, l'univers d'investissement initial est composé uniquement d'OPC ayant obtenu le Label ISR ou un label européen équivalent. Les OPC sont ensuite sélectionnés à l'issue d'un processus de gestion décliné en trois étapes. La première étape consiste à appliquer un filtre quantitatif pour réduire l'univers des OPC sélectionnés. La deuxième étape permet de prendre en compte des données extra financières, tout en s'assurant du respect de la politique d'investissement responsable d'AG2R LA MONDIALE par les OPC sélectionnés. La troisième étape porte sur l'analyse qualitative du processus de gestion des OPC externes sélectionnés à l'issue de l'étape précédente. Les OPC sélectionnés peuvent a priori mettre en place des approches ISR différentes et indépendantes les unes des autres. Néanmoins, la cohérence entre ces différentes approches ISR est appréciée par leur alignement avec les politiques d'investissement responsable (IR) appliquées par chaque OPC sélectionné et celles mises en place par AG2R LA MONDIALE. Les critères de sélection des titres vifs et d'OPC ISR, exposés ci-dessus, sont détaillés à la rubrique « stratégies d'investissements » du Prospectus. Le fonds peut, par ailleurs, investir jusqu'à 10% de son actif

net dans des titres vifs et/ou des parts ou actions d'OPC n'ayant pas été soumis à une analyse ISR ou ayant été mis sous surveillance par l'équipe d'analyse ISR.

Fonds 29 : FR0000009755

L'univers d'analyse, constitué des valeurs composant l'indice Stoxx Europe 600, est analysé à partir de critères d'investissement socialement responsables (ISR) afin d'identifier les entreprises ayant les meilleures pratiques en matière de développement durable selon l'analyse de LBP AM et de TFSA, et ainsi de déterminer le seuil de sélectivité de 20% à respecter. Cette analyse se fonde sur une notation élaborée et fournie par LBP AM, et sur l'expertise interne des gérants de TFSA. LBP AM applique, selon une pondération propre à chaque secteur, les 4 piliers suivants : gouvernance responsable (évaluation de l'organisation et de l'efficacité des pouvoirs), gestion durable des ressources (étudier des impacts environnementaux et du capital humain), transition économique et énergétique (évaluation de la stratégie en faveur de la transition énergétique) et développement des territoires (analyse de la stratégie en matière d'accès aux services de base). Plusieurs critères sont identifiés pour chaque pilier et suivis par le biais d'indicateurs collectés auprès d'agences de notation extra-financières. TFSA utilise la notation LBP AM comme un outil quantitatif d'aide à la décision, de façon à exclure les valeurs les moins bien notées. La méthodologie mise en place par LBP AM permet de réduire les biais, notamment capitalistiques ou sectoriels, qui seraient de nature à pouvoir améliorer artificiellement la note par le jeu de décisions d'allocations. La liste d'exclusions de LBP AM sert de second filtre. En effet, un comité d'exclusion, propre à LBP AM, établit une liste d'exclusions après analyse des controverses ou allégations ESG, définies notamment comme des violations sévères, systématiques et sans mesures correctives des droits ou des atteintes en matière ESG. La liste d'exclusions inclut également des secteurs controversés comme le tabac, le charbon et les jeux d'argent. Après application de ces deux filtres (comité d'exclusion et note quantitative), l'univers d'analyse est épuré de 20% de valeurs sur la base de considérations extra-financières (valeurs les moins bien notées et/ou exclues), de manière à définir l'univers d'investissement ISR de la SICAV (ci-après, l'« univers réduit »), qui correspond à une intégration ESG avec un engagement significatif dans la gestion, LBP AM met en place la stratégie ISR du portefeuille). Ensuite, TFSA et LBP AM procèdent chacune à leur propre analyse qualitative des émetteurs. Le cas échéant, TFSA peut proposer une modification de la note quantitative, modification soumise à approbation par un comité *ad hoc* de LBP AM. LBP AM et TFSA restent ainsi seuls juges de l'opportunité d'un investissement et de la qualité extra-financière des émetteurs, qui est exprimée selon une note finale comprise entre 1 et 10 – la note

ISR de 1 représentant une forte qualité extra-financière et celle de 10 une faible qualité extra-financière. LBP AM et TFSA sélectionnent d'abord les émetteurs dont une partie de l'activité répond, selon l'analyse de LBP AM et de TFSA, aux thématiques durables puis, parmi ces émetteurs, ceux présentant, toujours selon l'analyse de LBP AM et de TFSA, un potentiel de croissance future tout en tenant compte de la valorisation par rapport au marché et au secteur. Les valeurs seront choisies à l'issue du travail de recherche financière et extra-financière (selon les trois critères ESG) effectué en interne par les équipes concernées chez Tocqueville Finance. TFSA prend ainsi en compte de manière simultanée et systématique les critères « environnement » (émissions de CO2 scope 1 & 2 (à noter que TFSA a choisi de ne pas intégrer le scope 3 en raison de problèmes d'accessibilité et de fiabilité des données sur ledit scope 3 et plus largement en raison du manque de comparabilité des données entre sociétés), quantité de déchets générés et recyclés, etc.), « social » (turnover des employés, nombre d'accidents, etc.) et « gouvernance » (part des femmes au conseil ou encore la mise en place d'un dispositif anti-corruption, etc.). Les titres sont sélectionnés principalement au sein de l'univers réduit ; ils peuvent également être sélectionnés, en dehors de l'univers réduit et de l'univers d'analyse, sur le marché des actions émises par des sociétés européennes, dans la limite de 10% de l'univers d'analyse et sous réserve que ces titres respectent les contraintes du Label ISR et qu'ils disposent d'une note ISR meilleure que celle correspondant aux seuils fixés dans le cadre de l'approche afin d'assurer que la capacité de ces titres à déformer le calcul est limitée. LBP AM et TFSA s'assureront que l'univers d'analyse retenu constitue un élément de comparaison pertinent de la notation ESG de la SICAV. En tout état de cause, conformément au Label ISR, le portefeuille est constitué en permanence à 90% de son actif net (calculé sur les titres éligibles à l'analyse extra-financière : actions et titres de créances émis par des émetteurs privés et quasi-publics) de titres ayant fait l'objet d'une analyse extra-financière. Bien que les titres d'États fassent l'objet d'une évaluation ESG, les résultats de l'évaluation ne sont pas pris en compte de manière mesurable dans la stratégie ISR décrite ci-dessus. Ces titres d'États peuvent représenter 25 % maximum de l'actif net de la SICAV. Les investissements dans les titres d'États sont réalisés à partir d'analyses internes de la qualité financière et extra financière des émetteurs. Celles-ci s'appuient sur des analyses de stratégestes macro-économiques, d'analystes financiers et d'analystes ISR. La SICAV est exposée au minimum à 60% sur les marchés d'actions des pays de la zone euro. L'exposition actions est obtenue par des investissements en direct, ou par le biais d'OPCVM et fonds d'investissement (dans la limite de 10% de l'actif net ; s'il ne s'agit pas d'OPC internes, des disparités d'approche sur l'ISR peuvent exister entre celles retenues

par le LBP AM ou TFSA et celles adoptées par la société de gestion gérant les OPC externes sélectionnés. Par ailleurs, ces OPC n'auront pas nécessairement une approche ISR. En tout état de cause, LBP AM et TFSA privilégieront la sélection d'OPC ayant une démarche ISR compatible avec la philosophie LBP AM) ainsi que par l'utilisation d'instruments financiers dérivés, tout en respectant un investissement de 75% minimum en titres de sociétés et en parts ou actions d'OPC éligibles au PEA. En fonction des conditions de marché et dans un but de réduction du risque, ou dans le cadre de la gestion de sa trésorerie, le gérant de la SICAV peut investir dans des titres de créance et autres instruments du marché monétaire, libellés dans une devise d'un pays membre de l'OCDE, de catégorie « *investissement grade* » correspondant à une notation minimale BBB-/Baa3 en application de la méthode de Bâle telle que précisée dans le prospectus. ou de notation jugée équivalente par LBP AM). La SICAV ne peut détenir plus de 10% de l'actif net en titres non notés. Essentiellement à des fins de gestion de sa trésorerie, la SICAV se réserve la possibilité d'intervenir sur les dépôts, dans la limite de 25 % de l'actif net. La SICAV peut recourir à des instruments financiers dérivés afin de prendre des positions en vue de couvrir le portefeuille et/ou de l'exposer aux risques sur actions, indices, change et taux, pour poursuivre son objectif de gestion. La somme de l'exposition sur les marchés résultant de l'utilisation des instruments financiers à terme et des instruments financiers en direct ne pourra excéder 125% de l'actif. La SICAV est gérée de façon totalement discrétionnaire, sans mise en place de stratégies systématiques

Fonds 30 : FR0007045604

Le FCP a pour objectif de réaliser sur la durée de placement recommandée de 5 ans, une performance supérieure à celle de l'indice EURO STOXX® (dividendes nets réinvestis) en appliquant un filtre ISR (investissement socialement responsable) et en investissant sur les marchés d'actions de la zone euro. Le portefeuille sera construit selon le processus de gestion suivant : - Un filtre ISR *best in class*, appliqué sur l'univers d'investissement de départ comprenant les valeurs composant l'indice MSCI EMU IMI INDEX NET EUR, permet d'exclure à tout moment 20% des valeurs les moins bien notées en ESG (environnement, social et gouvernance) par notre prestataire externe MSCI ESG Research au sein de chaque secteur. Pour autant, la société de gestion reste seule juge de la décision d'investissement et peut pour cela s'aider d'un outil interne et propriétaire de notation extra financière. Peuvent être cités pour exemple de critères ESG analysés les émissions carbone, la biodiversité ou encore l'indépendance du conseil d'administration. Les pondérations entre les piliers E, S et G sont déterminées par MSCI ESG Research, en fonction des secteurs d'activité étant précisé que

MSCI ESG Research pourrait faire face à certaines limites méthodologiques (problème lié à la quantité et à la qualité des données ESG à traiter, problème lié à l'identification des informations et des facteurs pertinents pour l'analyse ESG du modèle MSCI ESG Research...). La part des émetteurs analysés en ESG représente 90% des titres en portefeuille (en pourcentage de l'actif net hors liquidités). Dans la limite de 10% maximum de l'actif, le gérant pourra sélectionner des valeurs ou des titres ne disposant pas d'un score ESG. Le processus de gestion se fondera également sur une analyse macro-économique permettant de déterminer le poids dans le portefeuille de chaque secteur économique. Les valeurs seront ensuite sélectionnées à partir de plusieurs critères comme leur potentiel de valorisation, les perspectives de croissance de la société émettrice ou encore la qualité de son management. Le portefeuille pourra être investi à hauteur de 60% minimum et jusqu'à 100% de son actif net en actions et titres de capital. Les titres détenus relèveront de grosses et moyennes capitalisations. Ils seront libellés en euro et dans la limite de 10% de l'actif net, en autres devises.

Fonds 31 : FR0000003998

La Sicav sera investie et exposée à hauteur de 90% en actions de la zone euro. Pour mener à bien sa politique d'investissement le gestionnaire a choisi un positionnement de type « *best in class* ». Ce choix consiste à sélectionner des entreprises qui présentent selon son analyse les meilleures mesures extra-financières relatives au sein de leur secteur, notamment en matière de gestion des ressources humaines et de respect de l'environnement, ainsi qu'un niveau de rentabilité économique élevé. L'OPC promeut des caractéristiques environnementales et/ou sociales au sens de l'article 8 du Règlement (UE) 2019/2088 dit « Règlement SFDR ». Dans le cadre de la construction du portefeuille et de l'appréciation des critères extra financiers, l'équipe de gestion s'appuie sur sa propre analyse interne des critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) ainsi que sur les services de notre partenaire ESG. Le processus de sélection de valeurs se décompose en deux étapes distinctes, concomitantes et nécessaires : la Sicav est gérée conformément aux principes du label ISR définis par le Ministère de l'Economie et des Finances français. La prise en compte de critères ESG influence l'analyse des sociétés en portefeuille, la sélection des titres et leur pondération. Afin qu'une valeur soit admissible dans le portefeuille de la Sicav, elle doit respecter 3 conditions. Pour les conditions 1 et 2, nous recourons à cinq grands domaines (environnementaux et sociaux) définis en partenariat avec notre partenaire ESG. La notation de notre partenaire ESG de chaque domaine est effectuée sur une échelle comportant cinq niveaux (de --, entreprises non concernées à ++, entreprises pionnières). Pour la condition 3, nous utilisons notre propre notation de la gouvernance

d'entreprise. Cette notation est directement intégrée au processus général de sélection de valeur.

Condition 1 : avoir une note au moins égale à « = » en ressources humaines La performance financière d'une entreprise peut être affectée par la négligence du capital humain. La qualité des conditions générales de travail, l'amélioration continue des relations sociales et la valorisation des emplois et des compétences sont les principaux points étudiés.

Condition 2 : avoir une note moyenne pondérée au moins égale à « = » Lazard Frères Gestion impose une pondération propre à chacun des cinq domaines de l'analyse extra-financière qu'elle a retenus, en fonction de leur importance : ressources humaines (40%) : gestion du capital humain des entreprises : formation, sécurité, mesures de reclassement lors des plans de licenciements, politique de rémunérations. Environnement (30%) : gestion de l'impact des activités, produits ou services de l'entreprise sur l'environnement et le climat. Niveau d'information disponible pour ce critère. Relations clients-fournisseurs (10%) : gestion des fournisseurs, et identification du bon respect de certaines pratiques par ces derniers (interdiction du travail des enfants...). Droits humains (10%) : prévention des risques notamment de discrimination. Engagement sociétal (10%) : intégration de l'entreprise dans son environnement civil. Participation au développement en général et à celui de certaines activités en particulier, aide à l'éducation dans une zone donnée par exemple.

Condition 3 : avoir une note gouvernance interne supérieure à 2 sur 5, l'entreprise doit être dotée d'une gouvernance qui permet, selon la société de gestion, de garantir un traitement juste des actionnaires minoritaires et prévenir les conflits d'intérêts. La méthodologie de couverture des émetteurs par une analyse ESG est détaillée dans le prospectus. Les analystes-gestionnaires s'assurent du maintien d'un taux d'exclusion supérieur ou égal à 20% des valeurs les moins bien notées de l'univers d'investissement de l'OPC. Par souci d'intégrité et d'objectivité, les notes utilisées pour appliquer ce taux d'exclusion sont réalisées par une agence de notation externe. Lors d'une dégradation de notation pour une valeur donnée, le gestionnaire est immédiatement informé de ce changement par l'agence de notation sélectionnée. Si les conditions extra-financières ainsi que le filtre financier sont toujours respectées, alors la valeur peut rester en portefeuille. Si tel n'est pas le cas, la valeur est retirée du portefeuille dans un délai de 20 jours ouvrés. Le choix des valeurs repose sur une analyse financière qui met l'accent sur 3 éléments essentiels : la rentabilité, la croissance et l'évaluation. La rentabilité économique est la capacité d'une entreprise à créer de la valeur sur le long terme. Elle est mesurée par le retour sur capitaux employés (immobilisations corporelles et incorporelles, goodwill, besoin en fonds de roulement). La croissance est la capacité d'une entreprise à faire croître ses capitaux employés tout en conservant un niveau de rentabilité au moins égal à ce qu'il a été

historiquement. L'évaluation est une approche multicritère (multiples historiques, DCF, multiples comparables) : nous sommes très exigeants et disciplinés sur l'évaluation. Nous considérons que cela est indispensable pour que la performance économique se transforme en performance boursière. La Sicav peut détenir à hauteur de 10% maximum de l'actif net des OPCVM français ou étrangers et/ou des FIA français ou établis dans l'UE respectant les 4 critères de l'article R214-13 du Comofi, et/ou des fonds d'investissement étrangers respectant les 4 critères de l'article R214-13 du Comofi, si ces fonds investissent eux-mêmes moins de 10% de leur actif dans d'autres OPC. Tous les OPC peuvent être gérés par Lazard Frères Gestion SAS. La Sicav peut utiliser, dans la limite de 10% de l'actif net, des futures sur actions, indices actions et de change, des options sur actions, indices actions et de change et des swaps d'actions et de change, et du change à terme, négociés sur des marchés réglementés, organisés et/ou de gré à gré, pour couvrir le portefeuille au risque action et de change. La couverture est discrétionnaire.

Fonds 32 : FR0010606673

L'OPCM est activement géré afin de capturer les opportunités sur les marchés internationaux des actions. Le gestionnaire financier pourra ou non investir dans les titres constituant l'indicateur de référence à sa libre discrétion et sans contrainte particulière. Les décisions d'investissement se fondent sur une combinaison d'analyses spécifiques macroéconomiques, sectorielles et d'entreprises. Le processus de sélection des actions se base sur une analyse rigoureuse du modèle économique des sociétés, de la qualité de gestion, des perspectives de croissance et du profil général de rendement / risque. Le gestionnaire financier utilise largement les données ESG dans le cadre de la construction de l'univers de sélection. Les notes ESG permettent aussi d'orienter la construction du portefeuille vers des valeurs démontrant des caractéristiques ESG supérieures. L'objectif de l'OPCVM est d'investir dans des titres durables qui ont mis en œuvre de bonnes pratiques en termes de gestion de leurs impacts environnementaux, de gouvernance et de pratiques sociales (ESG), qui à titre illustratif uniquement, peuvent être l'empreinte carbone et/ou l'intensité en eau pour l'aspect environnemental, la santé et/ou l'égalité hommes-femmes pour l'aspect social, la politique de rémunération pour la gouvernance. L'OPCVM applique une approche d'investissement socialement responsable dite en « sélectivité » qui consiste à sélectionner les meilleurs émetteurs de l'univers investissable sur la base de leurs notations extra-financières avec un focus sur les scores changement climatique. Cette approche de sélectivité « *best in class* », appliquée de manière contraignante à tout moment, consiste à réduire d'au moins 20% l'univers

d'investissement tel que défini par l'indicateur de référence élargi comprenant toutes les valeurs supérieures à 1 Mds€, en excluant les émetteurs sur la base de leurs scores E.1 (changement climatique). En outre, l'OPCVM applique les politiques d'exclusion sectorielle d'AXA IM dans des domaines tels que les armes controversées, les risques climatiques, les matières premières agricoles et l'huile de palme et la politique de standards environnementaux, sociaux et de gouvernance d'AXA IM (« politique de standards ESG d'AXA IM »), qui intègre des politiques d'exclusion supplémentaires telles que le tabac et les armes au phosphore blanc, les investissements en titres émis par des sociétés en violation grave des principes du pacte mondial des Nations Unies et présentant les scores ESG les plus bas tels que décrits dans la politique. Ces politiques sont disponibles site internet : <https://www.axa-im.fr/investissement-responsable>. Les données ESG utilisées dans le processus d'investissement reposent sur des méthodologies ESG basées en partie sur des données fournies par des tiers, et dans certains cas développées en interne, elles sont donc subjectives et peuvent évoluer dans le temps. L'absence de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies d'investissement qui utilisent les critères ESG et les *reportings* ESG sont difficilement comparables entre elles. L'OPCVM peut investir jusqu'à 100% de son actif en actions de toutes capitalisations et de tous secteurs économiques dont 50% au moins en actions, titres et valeurs assimilées de pays de l'Union Européenne négociées sur un marché réglementé européen éligibles aux contrats d'assurance « DSK ». L'OPCVM peut également investir jusqu'à 40% de son actif dans des titres de créance et instruments du marché monétaire émis ou garantis par des états ou des émetteurs publics ou privés membres ou non de l'OCDE et dont les notations sont comprises entre AAA et BBB- sur l'échelle Standard & Poor's (ou équivalente chez toute autre agence de notation), étant entendu que la décision d'acquérir ou de céder un titre ne se fonde pas mécaniquement et exclusivement sur le critère de leur notation, mais repose également sur d'autres critères d'analyse du gérant, tel qu'une analyse interne du risque de crédit ou de marché. Dans la limite de 200% de l'actif net de l'OPCVM, la stratégie d'investissement peut être réalisée par des investissements en direct ou via des dérivés. L'OPCVM peut utiliser des dérivés également pour se couvrir. Le fonds est un produit financier qui a un objectif d'investissement durable au sens de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 du 27 Novembre 2019 portant sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

Fonds 33 : LU0414216498

L'objectif du fonds est de contribuer à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone tout en réalisant une croissance du capital à long terme. Le compartiment est géré de

manière active et discrétionnaire. Le compartiment n'est pas géré par référence à un indice. Le fonds investit principalement dans des actions émises par des sociétés de la zone euro qui se sont engagées à réduire leurs émissions de carbone, à renforcer leur stratégie de réduction des émissions de carbone et à remplacer les sources d'énergie fossile par des alternatives à faibles émissions de carbone. Plus précisément, le fonds investit au moins 85% des actifs nets dans des actions et des titres de capitaux propres émis par des sociétés de tout secteur et de toute capitalisation boursière immatriculées dans la zone euro. Le fonds peut investir dans les placements suivants ou y être exposé jusqu'à hauteur du pourcentage d'actifs nets indiqué : actions de la zone euro (incluant l'exposition aux instruments dérivés) 85% à 105%, actions du monde entier, y compris des marchés émergents : 10 %, obligations notées *investment grade* 10%, autres OPCVM/OPC 10 %. Le fonds peut détenir des liquidités et des instruments assimilés à des liquidités à titre accessoire. Ceux-ci peuvent inclure des OPC monétaires ou des OPC dont l'échéance pondérée globale de l'investissement ou la fréquence de révision des taux d'intérêt ne dépasse pas douze mois. L'exposition nette du fonds aux devises autres que l'EUR ne dépasse pas 10 % des actifs nets. Le gestionnaire de placements utilise un processus d'investissement en trois étapes pour sélectionner les titres : exclusion des sociétés exposées à des armes controversées ou provenant de pays figurant sur la liste noire, ou de celles dont les notations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont les plus basses (les 20% les moins bien classées de l'univers d'investissement), analyse fondamentale des entreprises incluant des critères environnementaux, stratégiques et financiers, construction de portefeuille rigoureuse visant à calibrer l'empreinte carbone globale tout en assurant une diversification géographique et sectorielle. Le taux de notation extra-financière atteint est supérieur à 90%. Le gestionnaire investit également dans des sociétés qui, selon la méthodologie de la société de gestion, permettent d'éviter des émissions. De nombreuses sociétés d'énergie alternative fournissent des données déclaratives sur les émissions qu'elles permettent d'éviter. Dans le cas contraire, les facteurs d'émission par pays ou par région permettent de les calculer à partir des éléments de production. Le fonds vise à investir dans des sociétés qui, selon la méthodologie développée par la société de gestion, ont un montant total d'émissions évitées au moins équivalent aux émissions de carbone de l'ensemble du portefeuille. Les émissions évitées ne compensent pas les émissions de carbone du portefeuille (déjà réduites de 50 % par rapport à l'univers d'investissement initial). Le fonds peut utiliser des produits dérivés à des fins de couverture et de gestion efficace du portefeuille.

Fonds 34 : FR0010259374

L'objectif de gestion de l'OPCVM, un fonds ISR, est de rechercher, sur une durée minimale de placement recommandée de cinq ans, une performance en profitant de l'évolution des marchés d'actions de sociétés domiciliées dans des pays de l'Union européenne. Ces sociétés sont choisies selon une démarche ISR pour la qualité de leurs fondamentaux économiques selon l'analyse du gérant analysées à travers l'intégration systématique de critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance (ESG), tels que la consommation d'énergie, l'émission de CO2 ou encore les pratiques éthiques de la société. L'OPCVM n'est pas géré spécifiquement par rapport à un indice de référence. Toutefois, la performance de l'OPCVM pourra être appréciée a posteriori par rapport à la performance de l'indice MSCI EMU dividendes nets réinvestis qui représente les principales capitalisations boursières des pays de l'union économique et monétaire. La politique d'investissement repose sur une gestion active, l'Indicateur de Référence est utilisé uniquement à titre de comparaison. Le gérant est donc libre de choisir les titres qui composent le portefeuille dans le respect de la stratégie de gestion et des contraintes d'investissement. La politique d'investissement de l'OPCVM repose une gestion active de conviction selon une approche « *Quality GARP* » (*Quality Growth At a Reasonable Price*) et ISR. Dans un premier temps, l'équipe de gestion sélectionne des actions de sociétés considérées comme des sociétés de qualité selon le gérant, c'est-à-dire ayant un business model robuste, un management crédible, et un bilan sain, et pour lesquelles la gestion anticipe une croissance forte des dividendes futurs. Dans un deuxième temps, les sociétés précédemment retenues sont sélectionnées en fonction de leur évaluation ESG. La démarche ISR du gérant s'articule autour des axes suivants : intégration des dimensions ESG, exclusion des émetteurs controversés. L'équipe de gestion utilise un modèle d'analyse ESG propriétaire avec la méthode *best in universe*. Cet OPCVM a pour classification AMF : actions internationales. L'OPCVM est investi et exposé à plus de 75% et jusqu'à 110% de son actif en actions émises par des sociétés ayant leur siège social ou étant immatriculées dans un des pays de l'Union européenne, via des OPCVM/FIA ou directement et à hauteur de 20% maximum en titres de sociétés ayant leur siège social et étant immatriculées dans un des pays de l'OCDE et/ou un des pays hors OCDE. Le FCP peut être investi à hauteur de 20% maximum dans des valeurs de petites et moyennes capitalisations et à hauteur de 10% maximum dans des actions de pays émergents via des OPCVM/FIA ou directement. L'exposition à des titres libellés dans des devises autres que celles de la zone euro est limitée à 20% de son actif net. L'OPCVM peut détenir des titres de créance et instruments monétaires d'émetteurs privés ou d'Etats de la zone euro dans la limite

de 25% de son actif net. Le gérant s'appuie pour l'évaluation du risque de crédit sur ses équipes et sa propre méthodologie. Le gérant ne peut pas acquérir de titres de créance notés « spéculatifs » ou toute notation équivalente selon l'analyse du gérant c'est-à-dire inférieure au moment de l'acquisition à BBB - (source S&P ou Fitch Ratings) ou Baa3 (source Moody's) ou toute notation équivalente selon l'analyse du gérant, pour les émetteurs ne bénéficiant pas d'une notation à long terme et pour des titres de créance dont la maturité est inférieure à 1 an : A2 (source S&P) ou P-2 (source Moody's) ou F2 (Fitch Ratings) ou toute notation équivalente selon l'analyse du gérant. L'OPCVM pourra utiliser des contrats financiers à des fins de couverture contre le risque de change et le risque actions et d'exposition sur le risque actions. L'OPCVM pourra également effectuer des opérations d'acquisitions ou de cessions temporaires de titres.

Fonds 35 : FR0010600197

L'univers d'analyse, constitué des valeurs qui composent les indices Euro Stoxx dividendes nets réinvestis et SBF 120 dividendes nets réinvestis DNR, est analysé à partir de critères d'investissement socialement responsables (ISR) afin d'identifier les entreprises ayant les meilleures pratiques en matière de développement durable selon l'analyse de la société de gestion, et ainsi de déterminer le seuil de sélectivité de 20% à respecter. Cette analyse se fonde sur une notation élaborée et fournie par La Banque Postale Asset Management, société du groupe La Banque Postale, auquel appartient la société de gestion, et sur l'expertise interne des gérants de la société de gestion. LBP AM applique, selon une pondération propre à chaque secteur, les 4 piliers suivants : gouvernance responsable (évaluation de l'organisation et de l'efficacité des pouvoirs), gestion durable des ressources (étudier des impacts environnementaux et du capital humain), transition économique et énergétique (évaluation de la stratégie en faveur de la transition énergétique) et développement des territoires (analyse de la stratégie en matière d'accès aux services de base). Plusieurs critères sont identifiés pour chaque pilier et suivis par le biais d'indicateurs collectés auprès d'agences de notation extra-financières. La société de gestion utilise la notation LBP AM comme un outil quantitatif d'aide à la décision, de façon à exclure les valeurs les moins bien notées. La méthodologie mise en place par la société de gestion permet de réduire les biais, notamment capitalistiques ou sectoriels, qui seraient de nature à pouvoir améliorer artificiellement la note par le jeu de décisions d'allocations. La liste d'exclusions de la société de gestion sert de second filtre. En effet, un comité d'exclusion, propre à la société de gestion, établit une liste d'exclusions après analyse des controverses ou allégations ESG, définies notamment comme des violations sévères, systématiques et sans mesures correctives des droits ou des atteintes en matière ESG.

La liste d'exclusions inclut également des secteurs controversés comme le tabac, le charbon et les jeux d'argent. Après application de ces deux filtres (comité d'exclusion et note quantitative), l'Univers d'Analyse est épuré de 20% de valeurs sur la base de considérations extra-financières (valeurs les moins bien notées et/ou exclues), de manière à définir l'univers d'investissement ISR du FCP (ci-après l'« univers réduit ») (approche dite « en sélectivité », qui correspond à une intégration ESG avec un engagement significatif dans la gestion, LBP AM met en place la stratégie ISR du portefeuille). Ensuite, la société de gestion procède à sa propre analyse qualitative des émetteurs. Le cas échéant, elle peut proposer une modification de la note quantitative, modification soumise à approbation par un comité ad hoc de LBP AM. La société de gestion reste ainsi seule juge de l'opportunité d'un investissement et de la qualité extra-financière des émetteurs, qui est exprimée selon une note finale comprise entre 1 et 10 – la note ISR de 1 représentant une forte qualité extra-financière et celle de 10 une faible qualité extra-financière. Sur la base notamment de cet univers réduit, la gestion de ce FCP est discrétionnaire et repose sur une totale indépendance par rapport à des indices ou des secteurs d'activité. La politique de gestion vise à sélectionner les sociétés qui semblent les plus attractives, selon l'analyse de la société de gestion, suivant trois axes d'analyse : la qualité des fondamentaux, le potentiel d'appréciation et les risques liés à l'investissement. Les valeurs seront choisies à l'issue du travail de recherche financière et extra-financière (selon les trois critères ESG) effectué en interne par les équipes concernées chez Tocqueville Finance. La société de gestion prend ainsi en compte de manière simultanée et systématique les critères « environnement » (émissions de CO2 scope 1 & 2 (à noter que la société de gestion a choisi de ne pas intégrer le scope 3 en raison de problèmes d'accessibilité et de fiabilité des données sur ledit scope 3 et plus largement en raison du manque de comparabilité des données entre sociétés), quantité de déchets générés et recyclés, etc.), « social » (turnover des employés, nombre d'accidents, etc.) et « gouvernance » (part des femmes au conseil ou encore la mise en place d'un dispositif anti-corruption, etc.). Les titres sont sélectionnés principalement au sein de l'univers réduit ; ils peuvent également être sélectionnés, en dehors de l'univers réduit et de l'univers d'analyse, parmi les actions émises par les sociétés européennes, dans la limite de 10% de l'univers d'analyse et sous réserve que ces titres respectent les contraintes du Label ISR et qu'ils disposent d'une note ISR meilleure que celle correspondant aux seuils fixés dans le cadre de l'approche afin d'assurer que la capacité de ces titres à déformer le calcul est limitée. La société de gestion s'assurera que l'univers d'analyse retenu constitue un élément de comparaison pertinent de la notation ESG du FCP. En tout état de cause, conformément au Label ISR, le

portefeuille est constitué en permanence à 90% de son actif net (calculé sur les titres éligibles à l'analyse extra-financière : actions et titres de créances émis par des émetteurs privés et quasi-publics) de titres ayant fait l'objet d'une analyse extra-financière. Bien que les titres d'États fassent l'objet d'une évaluation ESG, les résultats de l'évaluation ne sont pas pris en compte de manière mesurable dans la stratégie ISR décrite ci-dessus. Ces titres d'États peuvent représenter 10% maximum de l'actif net du FCP. Les investissements dans les titres d'États sont réalisés à partir d'analyses internes de la qualité financière et extra financière des émetteurs. Celles-ci s'appuient sur des analyses de stratégestes macro-économiques, d'analystes financiers et d'analystes ISR. Le FCP est exposé à hauteur de 60% minimum aux actions françaises, et de 40% maximum aux actions des pays de la zone euro hors France. L'exposition à des valeurs non libellées en euro (marchés réglementés des autres pays membres de l'OCDE, et marchés réglementés des pays non-membres de l'OCDE) est limitée à 10% de l'actif net du FCP. Des obligations, bons du trésor et autres titres de créances négociables, dans la limite de 25% du total de l'actif du fonds pourront être placés dans le FCP dans un souci de maintien d'une faible volatilité. Ces supports d'investissement seront libellés en euro et de notation minimale BBB ou de notation jugée équivalente par la société de gestion. Pour la sélection et le suivi des titres de taux, la société de gestion ne recourt pas exclusivement ou mécaniquement aux agences de notation. Elle privilégie sa propre analyse de crédit qui sert de fondement aux décisions de gestion prises dans l'intérêt des porteurs. Enfin, dans un souci de surexposition du fonds ou, au contraire de couverture de son risque du fait d'une anticipation haussière ou baissière des marchés boursiers de la part des gérants, le FCP pourra avoir recours à l'utilisation d'instruments financiers dérivés. Le niveau de levier du FCP sur l'ensemble des marchés (résultant de l'investissement en direct dans les instruments financiers et de l'utilisation des instruments financiers à terme) ne pourra excéder 125% de l'actif (levier net), 200% de l'actif (levier brut).

A titre accessoire et dans un souci de diversification géographique, le fonds pourra investir en actions ou parts de FIA et d'OPCVM français et/ou européens et en FIA monétaires court terme, ou investis en actions pour la gestion de la trésorerie. S'il ne s'agit pas d'OPC internes, des disparités d'approche sur l'ISR peuvent exister entre celles retenues par la société de gestion du FCP et celles adoptées par la société de gestion gérant les OPC externes sélectionnés. Par ailleurs, ces OPC n'auront pas nécessairement une approche ISR. En tout état de cause, la société de gestion du FCP privilégiera la sélection des OPC ayant une démarche ISR compatible avec sa propre philosophie. Le fonds pourra avoir recours aux dépôts, aux prises et mises en

pensions et aux opérations d'acquisition et cession temporaire de titres toujours dans un souci de gestion de la trésorerie.

Fonds 36 : FR0007022108

En investissant principalement sur les marchés d'actions de la zone euro, le FCP a pour objectif de réaliser, sur la durée de placement recommandée de 5 ans, une performance supérieure à celle de l'indice EURO STOXX®, en appliquant notamment un filtre ISR (investissement socialement responsable). La stratégie de gestion est discrétionnaire quant à l'allocation d'actifs et la sélection des valeurs. Le portefeuille sera construit selon le processus de gestion suivant : un filtre ISR *best in class*, appliqué sur l'univers d'investissement de départ comprenant les valeurs composant l'indice MSCI EMU IMI INDEX - NET EUR, permet d'exclure à tout moment 20% des valeurs les moins bien notées en ESG (environnement, social et gouvernance) par notre prestataire externe MSCI ESG Research au sein de chaque secteur. Pour autant, la société de gestion reste seule juge de la décision d'investissement et peut pour cela s'aider d'un outil interne et propriétaire de notation extra financière. Peuvent être cités pour exemple de critères ESG analysés les émissions carbone, la biodiversité ou encore l'indépendance du conseil d'administration. Les pondérations entre les piliers E, S et G sont déterminées par MSCI ESG Research, en fonction des secteurs d'activité étant précisé que MSCI ESG Research pourrait faire face à certaines limites méthodologiques (problème lié à la quantité et à la qualité des données ESG à traiter, problème lié à l'identification des informations et des facteurs pertinents pour l'analyse ESG du modèle MSCI ESG Research...). La part des émetteurs analysés en ESG représente 90% des titres en portefeuille (en pourcentage de l'actif net hors liquidités). Dans la limite de 10% maximum de l'actif, le gérant pourra sélectionner des valeurs ou des titres ne disposant pas d'un score ESG. Le gérant procédera ensuite à une analyse macro-économique définissant les grandes thématiques boursières et les orientations sectorielles et géographiques. Les valeurs seront sélectionnées en fonction de leur potentiel de valorisation, des perspectives de croissance de la société émettrice, de la qualité de son management et de sa communication financière ainsi que de la négociabilité du titre sur le marché. Le portefeuille pourra être investi entre 60% et 100% de son actif net en actions de la zone euro et accessoirement d'autres zones et, dans la limite de 10% de son actif net, d'autres zones. L'OPCVM sera exposé au minimum à 60% aux marchés d'actions de la zone euro.

Fonds 37 : FR0010632364

Le compartiment a pour objectif d'obtenir, par une gestion active, sur une période de 5 ans, une performance supérieure à celle de son indicateur de référence, l'EURO STOXX Large dividendes réinvestis. La stratégie utilisée consiste, à sélectionner les sociétés les mieux notées sur des critères ESG en réduisant l'univers d'investissement par une méthodologie de notation *best in class / best effort* des sociétés de la zone euro dont la capitalisation boursière est supérieure à 5 milliards d'euros, puis à procéder à la sélection de valeurs décotées, au travers d'une analyse financière rigoureuse, de la connaissance des équipes dirigeantes ainsi que de la détection d'un ou de deux catalyseurs propres à réduire la décote dans un délai de 18 à 24 mois. Les critères dits socialement responsables pris en compte sont analysés sous quatre aspects : politique de gouvernance d'entreprise, respect de l'environnement, gestion du capital humain, relation et gestion des différents intervenants (fournisseurs, clients, communautés locales et réglementation). Cette approche est complétée par : une démarche d'engagement auprès des entreprises par l'exercice des droits de vote et des dialogues individuels, thématiques et collectifs, une analyse de l'impact de notre démarche ESG. Le compartiment sera investi majoritairement dans des valeurs dont la capitalisation boursière sera supérieure à 5 milliards d'euros. 10% de l'actif peut être investi dans les pays de l'Union Européenne hors zone euro, ainsi qu'au Royaume-Uni, en Suisse et en Norvège. Par ailleurs, le compartiment pourra investir selon les opportunités, dans des valeurs non comprises dans l'EURO STOXX Large.

L'investissement en actions de la zone euro et libellées en euro est au minimum de 75% et l'exposition est quant à elle de 60% au minimum. Le compartiment pourra investir jusqu'à 10% en actions de l'Union Européenne hors de la zone euro, au Royaume-Uni, en Suisse et en Norvège. La partie non investie en actions pourra être investie à concurrence de 10% de l'actif du compartiment en parts ou actions d'OPCVM y compris les autres OPCVM gérés par le groupe ODDO BHF et à hauteur de 15% en produits monétaires. Le compartiment peut utiliser des instruments dérivés de façon à exposer ou couvrir son actif sur un indice ou une valeur spécifique. Les instruments dérivés utilisés sont uniquement les options listées et les futures dont la durée de vie ne pourra pas être supérieure à 2 ans. Le compartiment n'utilisera pas d'instruments dérivés spécifiques, tels que ceux négociés sur les marchés de gré à gré.

Annexe 14 : Score ESG des 37 fonds ISR, sur la base des données Refinitiv pour l'année 2020.

Fonds 1	Score ESG	Fonds 5	Score ESG
SOITEC	53,71	CASH	
FAURECIA	74,50	ROCHE HOLDING	94,84
PEUGEOT	89,79	IBERDROLA	84,14
SMURFIT KAPPA	78,94	DASSAULT SYSTEMES	66,53
SIGNIFY	91,21	ESSITY	68,21
SPIE	73,16	ASML HOLDING	72,63
ASM INTERNATIONAL	64,54	THULE GROUP	64,34
ALSTOM	88,63	MICHELIN	84,52
ORPEA	68,15	STMICROELECTRONICS	93,94
ELIS	69,07	BUREAU VERITAS	76,88
Moyenne ESG	75,17	Moyenne ESG	78,45
Médiane ESG	73,83	Médiane ESG	76,88
Fonds 2	Score ESG	Fonds 6	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	ADIDAS	92,05
IBERDROLA	84,14	SCHNEIDER ELEC	73,35
LVMH	71,08	SYMRISE	73,67
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	DASSAULT SYSTEMES	66,53
OREAL	79,80	KBC	64,31
FERRARI	57,44	ALLIANZ	92,85
PERNOD RICARD	71,71	DSM	83,72
SANOFI	90,92	INDITEX	86,27
KERRY GROUP	71,04	AIR LIQUIDE	74,80
AIR LIQUIDE	74,80	KNGSPAN	83,05
Moyenne ESG	74,69	Moyenne ESG	79,06
Médiane ESG	72,99	Médiane ESG	78,93
Fonds 3	Score ESG	Fonds 7	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	ASML HOLDING	72,63
IBERDROLA	84,14	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
ADYEN	42,21	AIR LIQUIDE	74,80
DEUTSCHE POST	81,99	FINECO	84,94
OREAL	79,80	SANOFI	90,92
ALLIANZ	92,85	IBERDROLA	84,14
LVMH	71,08	SCHNEIDER ELECTRIC	73,35
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	PUBLICIS	83,28
HERMES	64,35	ALLIANZ	92,85
VONOVIA	87,29	ILIAD	40,31
Moyenne ESG	74,97	Moyenne ESG	78,40
Médiane ESG	76,58	Médiane ESG	83,71
Fonds 4	Score ESG	Fonds 8	Score ESG
VEOLIA	85,24	ASML HOLDING	72,63
LINDE	85,74	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
AIR LIQUIDE	74,80	AIR LIQUIDE	74,80
DASSAULT SYSTEMES	66,53	FINECO	84,94
LEGRAND	85,63	SANOFI	90,92
DANAHER	85,63	PUBLICIS	83,28
VINCI	83,40	IBERDROLA	84,14
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	SCHNEIDER ELECTRIC	73,35
SUEZ	73,17	ALLIANZ	92,85
SEVERN TRENT	71,78	ILIAD	40,31
Moyenne ESG	78,53	Moyenne ESG	78,40
Médiane ESG	79,10	Médiane ESG	83,71

Fonds 9	Score ESG	Fonds 13	Score ESG
LVMH	71,08	SIFA	
SAP	92,89	ASML HOLDING	72,63
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	ENEL	91,11
PERNOD RICARD	71,71	OREAL	79,80
DASSAULT SYSTEM	66,53	SAP	92,89
TELEPERFORMANCE	78,56	ESSILOR	70,89
ORPEA	68,15	ADIDAS	92,05
OREAL	79,80	TELEPERFORMANCE	78,56
EIFFAGE	83,70	AXA	81,52
KERING	81,97	ALLIANZ	92,85
Moyenne ESG	76,77	Moyenne ESG	83,59
Médiane ESG	75,96	Médiane ESG	81,52
Fonds 10	Score ESG	Fonds 14	Score ESG
CASH		ENEL	91,11
VESTAS WIND	78,30	ASML HOLDING	72,63
IBERDROLA	84,14	OREAL	79,80
DASSAULT SYSTEM	66,53	SAP	92,89
AIR LIQUIDE	74,80	ESSILOR	70,89
ASML HOLDING	72,63	ALLIANZ	92,85
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	AXA	81,52
ENEL	91,11	CASH	
SYMRISE	73,67	ADIDAS	92,05
VEOLIA	85,24	TELEPERFORMANCE	78,56
Moyenne ESG	77,75	Moyenne ESG	83,59
Médiane ESG	74,80	Médiane ESG	81,52
Fonds 11	Score ESG	Fonds 15	Score ESG
ALLIANZ	92,85	CASH	
ENEL	91,11	LINDE	85,74
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	ENEL	91,11
IBERDROLA	84,14	OREAL	79,80
AIR LIQUIDE	74,80	EDP RENO	73,34
MICHELIN	84,52	SCHNEIDER ELEC	73,35
NESTE	70,89	ASML HOLDING	73,35
MUENCHENER RUE	89,38	KONINKLIJKE PHILIPS	88,77
BNP	94,46	MERCK KGAA	84,34
FINECOBANK	84,94	FINECOBANK	84,94
Moyenne ESG	84,04	Moyenne ESG	81,64
Médiane ESG	84,73	Médiane ESG	84,34
Fonds 12	Score ESG	Fonds 16	Score ESG
OREAL	79,80	IBERDROLA	84,14
SANOFI	90,92	KERING	81,97
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	SIEMENS	84,69
IBERDROLA	84,14	SCHNEIDER ELECTRIC	73,35
ASML HOLDING	72,63	ALLIANZ	92,85
PERNOD RICARD	71,71	CASH	
AIR LIQUIDE	74,80	MUENCHENER RUECK	89,38
ENEL	91,11	TELEPERFORMANCE	78,56
SAP	92,89	PEUGEOT	89,79
ALLIANZ	92,85	CRH	88,33
Moyenne ESG	82,42	Moyenne ESG	84,78
Médiane ESG	81,97	Médiane ESG	84,69

Fonds 17	Score ESG	Fonds 21	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	ASML HOLDING	72,63
SIEMENS	86,93	ALLIANZ	92,85
BNP	94,46	LVMH	71,78
LVMH	71,08	AIR LIQUIDE	74,80
SANOFI	90,92	TOTAL	90,09
SAP	92,89	IBERDROLA	84,14
IBERDROLA	84,14	SIEMENS	86,93
ADIDAS	92,08	OREAL	79,80
NESTE	70,89	SANOFI	90,92
AIR LIQUIDE	74,80	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
Moyenne ESG	83,08	Moyenne ESG	83,07
Médiane ESG	85,54	Médiane ESG	85,44
Fonds 18	Score ESG	Fonds 22	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	ASML HOLDING	72,63
LINDE	85,74	ALLIANZ	92,85
LVMH	71,78	LVMH	71,78
SAP	92,89	AIR LIQUIDE	74,80
SANOFI	90,92	TOTAL	90,09
TOTAL	90,09	IBERDROLA	84,14
IBERDROLA	84,14	SIEMENS	86,93
AIR LIQUIDE	74,80	OREAL	79,80
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	SANOFI	90,92
BNP	94,46	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
Moyenne ESG	83,08	Moyenne ESG	83,07
Médiane ESG	84,94	Médiane ESG	85,44
Fonds 19	Score ESG	Fonds 23	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	ASML HOLDING	72,63
SAP	92,89	LINDE	85,74
SIEMENS	86,93	LVMH	71,78
ADIDAS	92,05	OREAL	79,80
ALLIANZ	92,85	SAP	92,89
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	SIEMENS	86,93
OREAL	79,80	AIR LIQUIDE	74,80
AXA	81,52	ALLIANZ	92,85
DANONE	84,37	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
INTESA SANPAOLO	88,85	PHILIPS KON	88,77
Moyenne ESG	84,52	Moyenne ESG	83,29
Médiane ESG	85,65	Médiane ESG	86,24
Fonds 20	Score ESG	Fonds 24	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	ASML HOLDING	72,63
SANOFI	90,92	LVMH	71,78
SMURFIT KAPPA	78,94	SIEMENS	86,93
UNILEVER	89,88	SANOFI	90,92
ORPEA	68,15	IBERDROLA	84,14
ALLIANZ	92,85	SCHNEIDER ELEC	73,35
INTESA SANPAOLO	88,85	SAP	92,89
SIEMENS GAMESA	68,9	AXA	81,52
LVMH	71,78	ENEL	91,11
CASH		TOTAL	90,09
Moyenne ESG	80,32	Moyenne ESG	83,54
Médiane ESG	78,94	Médiane ESG	85,54

Fonds 25	Score ESG	Fonds 29	Score ESG
LVMH	71,78	SAP	92,89
ASML HOLDING	72,63	ASML HOLDING	72,63
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	SANOFI	90,92
SIEMENS	86,93	LVMH	71,78
CASH		UNILEVER	89,88
SANOFI	90,92	ALLIANZ	92,85
TOTAL	90,09	SIEMENS	86,93
BASF	91,50	IBERDROLA	84,14
ADIDAS	92,05	OREAL	79,80
SAP	92,89	KONINKLIJKE PHILIPS	84,52
Moyenne ESG	84,68	Moyenne ESG	84,63
Médiane ESG	90,09	Médiane ESG	85,73
Fonds 26	Score ESG	Fonds 30	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	TOTAL	90,09
LVMH	71,78	ASML HOLDING	72,63
CASH		SANOFI	90,92
SAP	92,89	AVIVA INVESTOR	
SANOFI	90,92	LVMH	71,78
TOTAL	90,09	SAP	92,89
SIEMENS	86,93	SIEMENS	86,93
ALLIANZ	92,85	AXA	81,52
OREAL	79,80	ALLIANZ	92,85
IBERDROLA	84,14	CREDIT AGRICOLE	73,46
Moyenne ESG	84,67	Moyenne ESG	83,67
Médiane ESG	86,93	Médiane ESG	86,93
Fonds 27	Score ESG	Fonds 31	Score ESG
LVMH	71,78	SANOFI	90,92
TOTAL	90,09	SAP	92,89
SANOFI	90,92	LVMH	71,78
KERING	81,97	ALLIANZ	92,85
DNCA ACTIONS		AIR LIQUIDE	74,80
WORLDLINE	68,35	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
VINCI	83,40	CASH	
CAPGEMINI	66,03	BANCO SANTANDER	86,17
THALES	58,49	BNP	94,46
ESSILOR	70,89	AXA	81,52
Moyenne ESG	75,77	Moyenne ESG	85,79
Médiane ESG	71,78	Médiane ESG	86,74
Fonds 28	Score ESG	Fonds 32	Score ESG
SIEMENS	86,93	NESTE	70,89
UNILEVER	89,88	ASML HOLDING	72,63
NOVARTIS	85,92	BNP	94,46
ASTRAZENECA	95,13	ALLIANZ	92,85
LVMH	71,78	DEUTSCHE TELEKOM	86,74
TOTAL	90,09	SANOFI	90,92
DIAGEO	88,90	ROCHE HOLDING	94,84
RIO TINTO	80,13	WORLDLINE	68,35
ASML HOLDING	72,63	INTESA SANPAOLO	88,85
ROCHE HOLDING	94,84	BP	86,02
Moyenne ESG	85,62	Moyenne ESG	84,66
Médiane ESG	87,92	Médiane ESG	87,80

Fonds 33	Score ESG	Fonds 37	Score ESG
ASML HOLDING	72,63	BNP	94,46
LVMH	71,78	SIEMENS	86,93
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35	INTESA SANPAOLO	88,85
ENEL	91,11	ENEL	91,11
SIEMENS	86,93	TOTAL	90,09
SAP	92,89	ALLIANZ	92,85
INFINEON TECH	82,70	BASF	91,5
SANOFI	90,92	BANCO SANTANDER	86,17
DEUTSCHE POST	81,99	AXA	81,52
INTESA SANPAOLO	88,85	ARCELORMITTAL	84,5
Moyenne ESG	83,32	Moyenne ESG	88,80
Médiane ESG	84,82	Médiane ESG	89,47
Fonds 34	Score ESG		
ALLIANZ	92,85		
ENEL	91,11		
SANOFI	90,92		
LVMH	71,78		
CAPGEMINI	66,03		
UNILEVER	89,88		
MICHELIN	84,52		
SIEMENS	86,93		
AIR LIQUIDE	74,80		
CASH			
Moyenne ESG	83,20		
Médiane ESG	86,93		
Fonds 35	Score ESG		
LVMH	71,78		
SCHNEIDER ELEC	73,35		
AIRBUS	85,16		
SANOFI	90,92		
CASH			
TOTAL	90,09		
BNP	94,46		
OREAL	79,80		
ENGIE	71,46		
PEUGEOT	89,79		
Moyenne ESG	82,98		
Médiane ESG	85,16		
Fonds 36	Score ESG		
ASML HOLDING	72,63		
LVMH	71,78		
SIEMENS	86,93		
TOTAL	90,09		
SAP	92,89		
DAIMLER			
AVIVA INVESTOR			
SANOFI	90,92		
SCHNEIDER ELECTRIC	73,35		
ALLIANZ	92,85		
Moyenne ESG	83,93		
Médiane ESG	88,51		

Annexe 15 : Portefeuille Value-Quality + Extra-financier.

2010	2011	2012	2013	2014
CNP ASSURANCES	METROPOLÉ TELEVISION	BOUYGUES SA	CNP ASSURANCES	TECHNICOLOR SA
BOUYGUES SA	CNP ASSURANCES	CNP ASSURANCES	TELEPERFORMANCE SE	METROPOLÉ TELEVISION
ORANGE SA	BOUYGUES SA	CAPGEMINI SE	SCOR SE	SCOR SE
METROPOLÉ TELEVISION	AUTOROUTES PARIS RHI	PUBLICIS GROUPE SA	SODEXO	CNP ASSURANCES
VEOLIA ENVIRONNEMENT	TELEVISION FRANCAISE	CHRISTIAN DIOR SE	BOUYGUES SA	VIVENDI SE
CASINO GUICHARD PERR	ACCOR SA	AUTOROUTES PARIS RHI	CASINO GUICHARD PERR	CASINO GUICHARD PERR
VIVENDI SE	PUBLICIS GROUPE SA	CASINO GUICHARD PERR	VEOLIA ENVIRONNEMENT	PUBLICIS GROUPE SA
AUTOROUTES PARIS RHI	VEOLIA ENVIRONNEMENT	NATIXIS	BNP PARIBAS SA	LAGARDERE SCA
CHRISTIAN DIOR SE	BUREAU VERIT	SCOR SE	EDENRED S.A	LYMH MOET HENNESSY
SODEXO	EDENRED S.A	EDENRED S.A	ATOS SE	TELEPERFORMANCE SE
PUBLICIS GROUPE SA	ICADE	VEOLIA ENVIRONNEMENT	CAPGEMINI SE	BUREAU VERIT
KERING	HERMES INTERNATIONAL	BUREAU VERIT	TELEVISION FRANCAISE	EDENRED S.A
HERMES INTERNATIONAL	NATIXIS	HERMES INTERNATIONAL	BUREAU VERIT	ATOS SE
LYMH MOET HENNESSY	VALEO SA	CARREFOUR S.A.	ESSILORLUXOTTICA SA	HERMES INTERNATIONAL
ICADE	MICHELIN	VALEO SA	VALEO SA	ESSILORLUXOTTICA SA
TELEVISION FRANCAISE	AREVA SA	MICHELIN	ELECTRICIT DE FRANCE	DASSAULT SYSTEMES
SAFRAN	STMICROELECTRONICS	TOTAL SA	IMERYS	MICHELIN
SEB SA	RENAULT -REGIE	IMERYS	VINCI	THALES SA
VINCI	PEUGEOT SA	BIOMERIEUX SA	EIFEAGE SA	ALSTOM SA
ELECTRICIT DE FRANCE	VINCI	VINCI	SUEZ SA	IPSEN SA
VALLOUREC SA	BIOMERIEUX SA	SEB SA	LEGRAND S.A.	L'AIR LIQUIDE
SOCIETE B I C SA	SOCIETE B I C SA	EIFEAGE SA	L'AIR LIQUIDE	SOCIETE B I C SA
EIFEAGE SA	SEB SA	SOCIETE B I C SA	SOCIETE B I C SA	SEB SA
SUEZ SA	IMERYS	RENAULT -REGIE	RENAULT	LEGRAND S.A.
L'AIR LIQUIDE	EIFEAGE SA	LEGRAND S.A.	ENGIE SA	SUEZ SA
BIOMERIEUX SA	SUEZ SA	SANOFI	DANONE SA	SECHE ENVIRONNEMENT
LEGRAND S.A.	LEGRAND S.A.	ENGIE SA	SCHNEIDER ELECTRIC	BIOMERIEUX SA
SECHE ENVIRONNEMENT	ENGIE SA	SCHNEIDER ELECTRIC	SEB SA	IMERYS
AEROPORTS DE PARIS	SCHNEIDER ELECTRIC	STMICROELECTRONICS	AEROPORTS DE PARIS	SCHNEIDER ELECTRIC
SCHNEIDER ELECTRIC	ERAMET SA	SAINT GOBAIN	BIOMERIEUX SA	VALLOUREC SA

2015	2016	2017	2018	2019
TECHNICOLOR SA	AXA SA	AIR FRANCE - KLM	METROPOLE TELEVISION	METROPOLE TELEVISION
VIVENDI SE	PUBLICIS GROUPE SA	METROPOLE TELEVISION	EDENRED S.A	DERICHEBOURG.
LYMH MOET HENNESSY	TECHNICOLOR SA	CASINO GUICHARD PERR	PUBLICIS GROUPE SA	QUADIENT SA
CAPGEMINI SE	CHRISTIAN DIOR SE	SCOR SE	BOUYGUES SA	BOUYGUES SA
BUREAU VERIT	CNP ASSURANCES	ATOS SE	IPSOS SA	PUBLICIS GROUPE SA
CHRISTIAN DIOR SE	CAPGEMINI SE	SOPRA STERIA	TELEVISION FRANCAISE	NEXITY
TELEPERFORMANCE SE	SCOR SE	CNP ASSURANCES	ALTEN	TELEVISION FRANCAISE
PUBLICIS GROUPE SA	SODEXO	ORANGE SA	AXA SA	AIR FRANCE - KLM
EDENRED S.A	ATOS SE	BOUYGUES SA	SODEXO	MAISONS DU MONDE SAS
WENDEL SE	LYMH MOET HENNESSY	CAPGEMINI SE	SOPRA STERIA	IPSOS SA
ATOS SE	TELEPERFORMANCE SE	CHRISTIAN DIOR SE	TELEPERFORMANCE SE	AUBAY SA
HERMES INTERNATIONAL	CECINA	BNP PARIBAS SA	CAPGEMINI SE	CNP ASSURANCES
NATIXIS	HERMES INTERNATIONAL	SODEXO	CHRISTIAN DIOR SE	EURONEXT NV
CASINO GUICHARD PERR	L'OREAL SA	BUREAU VERIT	CREDIT AGRICOLE SA	FAURECIA SE
VALEO SA	BUREAU VERIT	HERMES INTERNATIONAL	SCOR SE	PEUGEOT SA
MICHELIN	CARREFOUR S.A.	LAGARDERE SCA	HERMES INTERNATIONAL	COMPAGNIE PLASTIC
THALES SA	VALEO SA	TELEPERFORMANCE SE	KERING	STMICROELECTRONICS
EIFEAGE SA	MICHELIN	MICHELIN	CNP ASSURANCES	MICHELIN
VINCI	COMPAGNIE PLASTIC	PEUGEOT SA	COMPAGNIE PLASTIC	IMERYS
SECHE ENVIRONNEMENT	THALES SA	ARKEMA SA	MICHELIN	ARKEMA SA
SUEZ SA	VINCI	THALES SA	ARKEMA SA	MERSEN SA
IPSEN SA	SECHE ENVIRONNEMENT	IPSEN SA	SOCIETE B I C SA	VALEO SA
IMERYS	ARKEMA SA	RUBIS SCA	VINCI	COMPAGNIE DES ALPES
L'AIR LIQUIDE	L'AIR LIQUIDE	L'AIR LIQUIDE	IMERYS	VINCI
SCHNEIDER ELECTRIC	IPSEN SA	IMERYS	SECHE ENVIRONNEMENT	BENETEAU SA
SAINT GOBAIN	EIFEAGE SA	EIFEAGE SA	IPSEN SA	SECHE ENVIRONNEMENT
RUBIS SCA	SUEZ SA	SUEZ SA	EIFEAGE SA	BONDUELLE SA
LEGRAND S.A.	RUBIS SCA	SECHE ENVIRONNEMENT	L'AIR LIQUIDE	EIFEAGE SA
SOCIETE B I C SA	SAINT GOBAIN	LEGRAND S.A.	SAINT GOBAIN	VICAT SA
SEB SA	LEGRAND S.A.	SAINT GOBAIN	SUEZ SA	VILMORIN & CIE

Annexe 16 : Tests de normalité du portefeuille VQEF et de l'univers sur la base des rendements annualisés (Shapiro-Wilk).

	VQEF	Univers
2009-2014	0,349	0,802
2010-2015	0,355	0,844
2011-2016	0,931	0,662
2012-2017	0,936	0,666
2013-2018	0,569	0,595
2014-2019	0,069	0,303
Toutes les périodes 5 ans	0,042	0,313
Toutes les années (2009-2019)	0,083	0,311

Liste des tableaux

Tableau 1 : Faible valorisation et difficultés de financement (élaboration propre)	51
Tableau 2 : Faible valorisation et modification de ratio d'endettement (élaboration propre) ..	52
Tableau 3 : La servitude de la volatilité (élaboration propre).....	70
Tableau 4 : Distribution des faillites	74
Tableau 5 : Comparaison des prévisions des analystes et économistes avec la réalité	75
Tableau 6 : Comparatif des performances de Monsieur A et Monsieur B (élaboration propre)	91
Tableau 7 : Les différentes approches de l'investissement dans la valeur	93
Tableau 8 : Taille des échantillons de 1999 à 2019	118
Tableau 9 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) des périodes de 5 années des quatre portefeuilles <i>Value-Quality</i> et de l'univers d'investissement ainsi que tests bivariés T de Student (tests non paramétriques de Wilcoxon-Mann-Whitney en gras).....	129
Tableau 10 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) des périodes de 10 années des quatre portefeuilles <i>Value-Quality</i> et univers d'investissement ainsi que tests bivariés T de Student (tests non paramétriques de Wilcoxon-Mann-Whitney en gras).....	131
Tableau 11 : Rendements annuels (Rdt annualisé) des quatre portefeuilles <i>Value-Quality</i> et univers d'investissement ainsi que tests bivariés de Wilcoxon Mann-Whitney	132
Tableau 12 : Ratio de Sharpe des portefeuilles <i>Value-Quality</i> et de l'univers d'investissement pour les périodes de 5, 10 et 20 années ainsi que tests non paramétriques de Wilcoxon Mann- Whitney. France, 1999-2019.....	134
Tableau 13 : Ratio de Sortino des portefeuilles VQ et de l'univers d'investissement pour l'ensemble de l'étude longitudinale.....	135
Tableau 14 : Capitalisation médiane des portefeuilles et de l'univers. France, 1999-2019....	136
Tableau 15 : Valorisation médiane des portefeuilles et de l'univers. France, 1999-2019	138
Tableau 16 : ROIC médian des portefeuilles et de l'univers. France, 1999-2019.....	140
Tableau 17 : Les différentes formes de l'ISR.....	166

Tableau 18 : Les trois dimensions de l'ESG	169
Tableau 19 : Principales opérations de fusions et acquisitions sur le marché de la fourniture de données ESG depuis 2009	175
Tableau 20 : Actionnariat de Vigéo Eiris	176
Tableau 21 : Les principaux actionnaires des ANEF (novembre 2020).....	177
Tableau 22 : Évolution des codes de gouvernance	182
Tableau 23 : Corrélations des notations ESG.....	195
Tableau 24 : Corrélations des notations ESG des entreprises du SBF 120	196
Tableau 25 : Interprétation des corrélations ESG des entreprises du SBF 120	196
Tableau 26 : Echantillonnage par choix raisonné	234
Tableau 27 : Liste des variables (U= STOXX Europe 600).....	235
Tableau 28 : Liste des 37 fonds ISR analysés et proportion d'entreprises "non responsables" parmi les 10 principaux investissements	237
Tableau 29 : Statistiques descriptives sur les caractéristiques des 37 fonds labellisés ISR de notre échantillon.....	238
Tableau 30 : Liste des 10 principaux investissements par fonds ISR (de 1 à 20).....	239
Tableau 31: Liste des 10 principaux investissements par fonds ISR (de 21 à 37).....	240
Tableau 32 : Tests de normalité et tests bivariés pour la comparaison des fonds ISR et des valeurs théoriques.....	241
Tableau 33 : Fondements théoriques et validations empiriques de la performance financière de l'ISR. Source : Revelli et Viviani	250
Tableau 34 : Nombre d'entreprises de l'échantillon pour chaque année de l'étude	257
Tableau 35 : Exclusion moyenne résultant de la méthodologie mise en oeuvre	258
Tableau 36 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) et test de Student du portefeuille VQEF et de l'univers pour les périodes 1 an	260
Tableau 37 : Rendements annualisés (Rdt annualisé) et tests statistiques bivariés du portefeuille VQEF et de l'univers pour les périodes 5 ans	260
Tableau 38 : Ratio de Sharpe et test de Wilcoxon Mann-Whitney pour les périodes 5 ans...	261

Tableau 39 : Variables explicatives du portefeuille VQEF et de l'univers d'investissement	262
Tableau 40: Performances annualisées et ratio de Sharpe (2009-2019) du portefeuille Value-Quality et des portefeuilles Value-Quality intégrant un critère extra-financier.....	266

Liste des figures

Figure 1 : Structuration de la recherche.....	23
Figure 2 : L'expérience de Solomon Asch	39
Figure 3 : PE de Shiller pour le S&P 500 du 1 février 1871 au 30 juillet 2021	40
Figure 4 : Courbe de rétroaction négative (élaboration propre).....	45
Figure 5 : Courbe de rétroaction positive (élaboration propre)	47
Figure 6 : PE de Shiller du S&P 500 en données annuelles (1900-2020)	48
Figure 7 : Mécanisme de rétroaction positive sur le S&P500 durant la bulle internet en base 100 et données mensuelles (élaboration propre).....	49
Figure 8 : Mécanisme de rétroaction positive d'Orange en base 100 et données mensuelles (élaboration propre)	49
Figure 9 : Prix moyen des transactions de M&A en Europe de l'Ouest depuis 1990 (élaboration propre).....	55
Figure 10 : Nombre et valeur des fusions et acquisitions en Europe de l'Ouest depuis 1990 (élaboration propre)	56
Figure 11 : Principaux impacts du phénomène de rétroaction positive sur les entreprises (élaboration propre)	57
Figure 12 : Indicateur d'euphorie boursière USA.....	59
Figure 13 : Une décorrélation grandissante entre finance et économie réelle	60
Figure 14 : Durée moyenne de détention d'un titre sur le NYSE (en années)	63
Figure 15 : Produit intérieur brut mondial et total des produits dérivés (en milliards de dollars)	65
Figure 16 : Can stock market forecasters forecast (Cowles 1933).....	73
Figure 17 : Les économistes sont inutiles pour prévoir le PIB américain (% 4q mav).....	83
Figure 18 : Peur et cupidité au fil du temps.....	87
Figure 19 : S&P 500 volume et prix.....	88
Figure 20 : « Ce qui marche à Wall Street ».....	90

Figure 21 : L'effet boule de neige (élaboration propre).....	92
Figure 22 : Pourcentage des fonds actions (avec un historique de 10 ans) battant le S&P500 pour les 10 années se terminant le 31 décembre de chaque année.....	102
Figure 23 : Pourcentage de fonds actions qui sous-performent leur indice de référence.....	102
Figure 24 : Le chemin de la découverte scientifique (élaboration propre).....	115
Figure 25 : Rendement composé annuel moyen par décile de capitalisation (hors entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions de dollars), USA, période 1927-2009	120
Figure 26 : Erreur de prévision à travers le temps eu Europe (courbe grise) et aux Etats-Unis (courbe noir) pour la période 2001-2006.....	121
Figure 27 : Évolution des portefeuilles VQ et de l'univers d'investissement	127
Figure 28 : Rendement moyen des entreprises par décile de capitalisation. France, 1999-2019	135
Figure 29 : Rendement moyen des entreprises par décile de valorisation. France, 1999-2019	137
Figure 30 : Rendement moyen des entreprises par décile de ROIC. France, 1999-2019.....	138
Figure 31: Accumulation de principaux concept relatifs à la RSE	159
Figure 32 : Encours « durables » par zone géographique (en Milliards de dollars US).....	162
Figure 33 : Proportion des investissements « durables » par rapport aux encours globaux...	163
Figure 34 : Répartition des encours "durables" en fonction des stratégies (En Milliards de dollars US)	164
Figure 35: Chronologie de la labellisation en France.....	167
Figure 36 : La concentration des agences de notation ESG	173
Figure 37 : La concentration des agences de notation ESG (suite).....	174
Figure 38 : Exemple d’une méthodologie d'analyse extra financière du pilier social.....	185
Figure 39 : Principaux critères de notation ESG MSCI	187
Figure 40 : Principaux critères de notation ESG INRATE.....	188
Figure 41 : Principaux critères de notation ESG Oekom	189

Figure 42 : La simplicité comme source de compréhension 1.....	191
Figure 43 : La simplicité comme source de compréhension 2.....	191
Figure 44: Paradoxe de choix (Iyengar & Lepper).....	193
Figure 45 : Courbe en U inversé	194
Figure 46 : Evolution réglementaire de la RSE dans le monde (élaboration propre)	205
Figure 47 : 17 objectifs pour sauver le monde.....	207
Figure 48 : Changements projetés des jours de sécheresse consécutifs en fonction du réchauffement climatique	210
Figure 49 : Changements prévus de la température moyenne (en haut) et des précipitations moyennes (en bas) à 1,5 ° C (à gauche) et à 2 ° C (au milieu) du réchauffement climatique par rapport à la période préindustrielle (1861–1880), et la différence entre 1,5 ° C	211
Figure 50 : Projection du nombre de jours par an au-dessus du seuil létal pour l’homme en 2100	213
Figure 51 : Émissions mondiales de CO2 (kt).....	214
Figure 52 : La multiplication des codes de « meilleures pratiques » de gouvernance à travers le monde	217
Figure 53 : Test de classement de Wilcoxon pour échantillon unique concernant les trois variables (CO2, 1,5°C, controverse)	242
Figure 54 : Évolution des cinq portefeuilles pour la période 2009-2019. France,.....	265

Bibliographie

- Ademe. (s.d.). *Méthodes de calcul d'un bilan*. Source : <http://www.bilans-ges.ademe.fr: http://www.bilans-ges.ademe.fr/fr/accueil/contenu/index/page/m%25C3%25A9thodes%2Bde%2Bcalcul/siGras/0>
- Adler, T., & Kritzman, M. (2008). The Cost of Socially Responsible Investing. *Journal of Portfolio Management*, vol. 35, pp. 52-56.
- Admiral Markets. (s.d.). *Vente à Découvert en Bourse (Short Selling)*. Source : admiralmarkets.fr: https://admiralmarkets.fr/formation/articles/base-du-forex/vente-a-decouvert-short-selling
- Afep, Medef, Cliff. (2019). *Initiative Medef-Afep-Cliff-C3D sur les relations entre entreprises et organismes de notation extra-financière*.
- Aimar, T. (2002). Commentaire sur "économie et connaissance" de F. H. Hayek. *Cahiers d'Économie Politique*, n° 43, pp. 105-118.
- Aimar, T. (2010). L'école Autrichienne d'économie, une problématique de l'ignorance : du subjectivisme à la neuroéconomie. *Revue d'économie politique*, vol. 120, pp. 591-622.
- Aimar, T. (2019). *Hayek. Du cerveau à l'économie*. Paris : Michalon Éditeur.
- Akerlof, G., & Shiller, R. (2013). *Les Esprits animaux : Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*. Flammarion.
- Albouy, M. (2005). Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?. *Revue Française de Gestion*, vol. 4, n° 157, pp. 169-188.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance : Literature Trends and Future Research Potential. *Sustainability*, vol. 10, n° 2, pp. 494-519.
- AMF. (2019). *Finance durable : l'AMF et l'AFM publient une position commune sur le contenu du prospectus pour les obligations vertes*. Source : www.amf-france.org: https://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Finance-

durable/Finance-durable---l-AMF-et-l-AFM-publient-une-position-commune-sur-le-contenu-du-prospectus-pour-les-obligations-vertes

Ampeau, G. (2018). *La comédie de la notation*. Éditions EMS.

Anderson, L., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding Family Ownership and the Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, n° 2, pp. 263-285.

Anderson, S., & Palma, A. (2012). Competition for attention in the Information (overload) Age. *The Rand Journal of Economics*, vol. 43, pp. 1-25.

Aramonte, S., & Zabai, A. (2021, september 20). *Sustainable finance : trends, valuations and exposures*. Source : [www.bis.org](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm); https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm

Aron, S., & Chtourou, A. (2014). Valeurs, comportements et communication en matière de RSE: quelle cohérence pour les firmes françaises. *Gestion 2000*, vol. 31, pp. 91-115.

Aristote. (1965). *Éthique de Nicomaque*. Traduit par Voilquin, J. Paris : Garnier-Frères.

Arjalès, D.-L. (2010). *Qu'est ce que l'investissement socialement responsable*. Essec Business School & Ecole Polytechnique.

Arnsperger, C., & Van Parijs, P. (2003). *Éthique économique et sociale*. La Découverte.

Asch, S. (1952). *Social Psychology*. Prentice Hall.

Athanassakos, G. (2011). Do Value Investors Add Value? *Journal of Investing*, vol. 20, n° 2, pp. 86-100.

Auriac, V. (2020). *Première étude sur l'impact extra-financier des fonds ISR*. Source : [www.axylia.com](https://www.axylia.com/post/premi%C3%A8re-%C3%A9tude-sur-l-impact-extra-financier-des-fonds-isr) : <https://www.axylia.com/post/premi%C3%A8re-%C3%A9tude-sur-l-impact-extra-financier-des-fonds-isr>

Autorité des Normes Comptables. (13 décembre 2018). «Comptabilité et information extra-financière» *L'Autorité des Normes Comptables (ANC) fait la synthèse des débats de ses 8èmes Etats généraux de la recherche comptable*.

Bachelier, L. (1900). Théorie de la spéculation. *Annales scientifiques de l'École normale supérieure*, vol. 3, n° 17, pp. 21-86.

Banque de France. (2002). Les bulles financières et leurs conséquences sur la politique monétaire et la stabilité financière. *Bulletin de la Banque de France*, n° 102, pp. 37-46.

- Bardinet, F. (2018). Comparaison de trois méthodologies ESG : les différences de notations des bases de données extra financières. *Recherches en Sciences de Gestion*, n°125, pp. 73-93
- Barreda-Tarrazona, I., Matallin-Saez, J., & Balaguer-Franch, R. (2011). Measuring Investors Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, vol. 103, pp. 305-330.
- Bastiat, F. (1993). *Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas*. Romillat. (Œuvre originale publiée en 1864).
- Basu, S. (1983). The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value And Return For NYSE Common Stocks: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, n° 12, pp. 129-156.
- Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios : A test of the Efficient Market Hypothesis. *The Journal of Finance*, vol. 32, n° 3, pp. 663-682.
- Baudouin, J. (1989). *Karl Popper*. Paris : Presses Universitaires de France.
- Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The Ethical Mutual Fund Performance Debate : New Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, vol. 70, pp. 111-124.
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking & Finance*, n° 29, pp. 1751-1767.
- Bauman, W., & Miller, R. (1997). Investor Expectations and the Performance of Value Stocks versus Growth Stocks. *The Journal of Portfolio Management*, n° 23, pp. 57-68.
- Bauman, W., Conover, C., & Miller, R. (1998). Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets. *Financial Analysts Journal*, vol. 54, n° 2, pp. 75-89.
- Bawden, D., & Robinson, L. (2009). The Dark Side of Information : Overload, Anxiety and Other Paradoxes and Pathologies. *Journal of Information Science*, vol. 35, pp. 180-191.
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp. 67-92.

- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2005). *Corporate Governance and Control*. ECSI Working Paper Series in Finance.
- Benchemam, F., & Chambost, I. (2010). Quand l'analyse ISR devient financière : Une analyse des dispositifs cognitifs et organisationnels de légitimation. *Economies et Sociétés, Séries KF, Entreprises et Finance, ISMEA*, n° 44, pp. 65-81.
- Bentham, J. (2006). *Déontologie ou la science de la morale*. Encre Marine.
- Bentham, J. (2011). *Introduction aux principes de morale et de législation*. Broché.
- Berg, F., Koelbel, J., & Rigobon, R. (2020). *Aggregate Confusion : The Divergence of ESG Ratings*. MIT Sloan School Working Paper 5822-19.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- Bessire, D., & Onnée, S. (2010). *Les agences de notation sociétale : la quête de légitimité dans un champ organisationnel en construction*. Source : [halshs.archives-ouvertes.fr: https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00548091/document](https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00548091/document)
- Beukes, A. (2011). Value Investing: International Comparison. *International Business & Economics Research Journal*, vol. 10, n° 5, pp. 1-10.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *The Business Lawyer*, vol. 54, n° 3, pp. 921-963.
- Bird, R., & Tippet, M. (1986). Naive Diversification and Portfolio Risk-A Note. *Management Science*, vol. 32, n°2, pp. 244-251.
- Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, vol. 2, pp. 89-108.
- Bloch, M. (1951). Apologie pour l'histoire ou métier d'historien. *Revue belge de Philologie et d'Histoire*, pp. 1259-1263.
- BNP Paribas. (2007). *Groupe bnp paribas : bnp paribas investment partners suspend temporairement le calcul de la valeur liquidative des fonds parvest dynamic abs, bnp paribas abs euribor et bnp paribas abs eonia*. Source : <http://www.leguideboursier.com: http://www.leguideboursier.com/communique-groupe-bnp-paribas-bnp-paribas-investment-partners-suspend-temporairement-le-calcul-de-la-valeur-liquidative-des->

fonds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-et-bnp-paribas-abs-eonia-2007080910009.php

BNP Paribas. (2007). *Groupe bnp paribas : résultats au 2ème trimestre 2007*. Source : <http://www.leguideboursier.com:> <http://www.leguideboursier.com/communiquer-groupe-bnp-paribas-resultats-au-2eme-trimestre-2007-2007080115270.php>

Boettke, P. (2002). Information and Knowledge : Austrian Economics in Search of its Uniqueness. *The Review of Austrian Economics*, vol. 14, n° 4, pp. 263-274.

Boffo, R., & Patalano, R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. Paris : OECD.

Bogle, J. (1999). *The Wall Street Casino*. Bogle Financial Markets Research Center. Source : <http://www.mandomarketing.com/library/wp-content/uploads/2015/10/John-Bogle-The-Wall-Street-Casino.pdf>

Bogle, J. (2008), *Le petit livre pour investir avec bon sens*, Valor Éditions.

Bogle, J. C. (2006), Une histoire de deux marchés. *Discours de John C. Bogle après avoir reçu le Prix Berkeley*, San Francisco, Californie.

Bogle, J. (2007), *A Question So Important that It Should Be Hard to Think about Anything Else*. Bogle Financial Markets Research Center.

Bogle, J. (2008). *Economics, Politics, and the Financial Markets*. Bogle Financial Markets Research Center.

Boisseau, L. (2019). *Moody's devient l'actionnaire majoritaire de Vigeo Eiris*. Source : www.lesechos.fr: <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/moodys-devient-lactionnaire-majoritaire-de-vigeo-eiris-1009691>

Boistel, P. (2008). La réputation d'entreprise : un impact majeur sur les ressources de l'entreprise. *Revue Management & Avenir*, n° 17, pp. 11-27.

Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2020). Do Investors Care about Carbon Risk ?. *Finance Working Paper*, n° 711/2020.

Boncoeur, J., & Thouément, H. (2009). *Histoire des idées économiques de Platon à Marx*. Armand Colin.

Boudon, R. (1999). *Le sens des valeurs*. Presses Universitaires de France.

- Bouveresse, R. (2000). *Le rationalisme critique de Karl Popper*. Paris : Ellipses Édition Marketing.
- Brady Commissions. (1988). *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms : submitted to The President of the United States, The Secretary of the Treasury, and The Chairman of the Federal Reserve Board*. US Government Printing Office.
- Bragdon, H. J., & Marlin, T. J. (1972). Is Pollution Profitable ?. *Risk Management*, vol. 19, pp. 9-18.
- Brandes, C. (2004). *Value Investing Today*. McGraw-Hill.
- Brands, S., & Gallagher, D. (2005). Portfolio Selection, Diversification and Fund-of-Funds : A Note. *Accounting & Finance*, vol. 45, n° 2, pp. 185-197.
- Breeden, R. (2003). *Restoring Trust : Report to The Hon. Jed S. Rakoff, The United States District Court, For the Southern District of New York, on Corporate Governance For The Future of MCI, Inc*. Securities and Exchange Commission.
- Brickson, S. L. (2007). Organizational Identity Orientation : The Genesis of the Role of the Firm and Distinct Forms of Social Value. *Academy of Management Review*, vol. 32, n° 3, pp. 864-888.
- Broihanne, M.-H., Merli, M., & Roger, P. (2006). Théorie comportementale du portefeuille : intérêt et limites. *Revue Economique*, vol. 57, n° 2, pp. 297-314.
- Buffett, W. (1984). The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. *Hermes, Columbia Business School*.
- Buffett, W., & Cunningham, L. (2009). *Les écrits de Warren Buffett : Les seuls conseils donnés par Warren Buffett aux investisseurs et aux managers*. Valor Éditions.
- Buffett, W. (2012). Why Stocks Beat Gold and Bonds. *Fortune International*, vol. 165 pp. 40-45.
- Buysse, K., & Verbeke, A. (2003). Proactive Environmental Strategies : A Stakeholder Management Perspective. *Strategic Management Journal*, vol. 24, n° 5, pp. 453-470.
- Burhnam, J. (1951). *L'ère des organisateurs*. Paris : Calmann-Lévy.
- Busch, T., & Lewandowski, S. (2017). Corporate Carbon and Financial Performance: A Meta-analysis. *Journal of Industrial Ecology*, vol. 22, pp. 1-15.

- Caby, J., Ziane, Y., & Lamarque, E. (2020). The Determinants of Voluntary Climate Change Disclosure Commitment and Quality in the Banking Industry. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 161.
- Cambridge Dictionary. (s.d.). *cognitive bias*. Source : [dictionary.cambridge.org: https://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/cognitive-bias](https://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/cognitive-bias)
- Campopiano, G., & De Massis, A. (2015). Corporate Social Responsibility Reporting : A Content Analysis in Family and Non-family Firms. *Journal of Business Ethics*, vol. 129, n° 3, pp. 511-534.
- Camprodon, M., Sols, J., & Florensa, A. (2008). *Analyse critique des agences de notation extra-financière*. Source : [www.aderse.org : https://www.aderse.org/docatelecharger/congres_aderse_2008/actes/Articles/Session%202.6/Analyse%20critique%20des%20agences%20de%20notation%20extra-financiere.pdf](https://www.aderse.org/docatelecharger/congres_aderse_2008/actes/Articles/Session%202.6/Analyse%20critique%20des%20agences%20de%20notation%20extra-financiere.pdf)
- Cao, F., Peng, S., & Ye, K. (2019). Multiple Large Shareholders and Corporate Social Responsibility Reporting. *Emerging Markets Review*, vol. 38, pp. 287-309.
- Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2013). Mesurer les performances extrafinancières. *Revue française de gestion*, n° 236, pp. 109-125.
- Capron, M., & Quairel-Lanoizelée, F. (2004). *Mythes et réalités de l'entreprise responsable : acteurs, enjeux, stratégies*. Paris: Éditions La Découverte.
- Caron, M.-A., Arroyo, P., & Clermont, E. (2016). Enjeux communicationnels de la protection de l'immatériel : qualité de l'information extra-financière pour l'investisseur et autres parties prenantes. *Revue Cossi*, n° 1, pp. 28-44.
- Cavé, A. (2018). *Le délicat exercice de la notation ESG de fonds*. Source : [citywire.fr: https://citywire.fr/news/le-delicat-exercice-de-la-notation-esg-de-fonds/a1174727](https://citywire.fr/news/le-delicat-exercice-de-la-notation-esg-de-fonds/a1174727)
- Charolles, V. (2022). *Se libérer de la domination des chiffres*. Fayard.
- Charreaux, G. (2012). Le gouvernement d'entreprise. In J. Allouche, *Encyclopédie des Ressources Humaines* (p. 725-732). Magnard-Vuibert.
- Chatterjee, S., & Adinarayan, T. (2020). *Buy, sell, repeat! No room for 'hold' in whipsawing markets*. Source : [www.reuters.com: https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-short-termism-anal-idUSKBN24Z0XZ](https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-short-termism-anal-idUSKBN24Z0XZ)

- Chatterji, A., Durand, R., Levine, D., & Touboul, S. (2016). Do ratings of Firms Converge ? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers. *Strategic Management Journal*, vol. 37, n° 8, pp. 1597-1614.
- Chegut, A., Schenk, H., & Scholtens, B. (2011). Assessing SRI Fund Performance Research : Best Practices in Empirical Analysis. *Sustainable Development*, vol. 19, n° 2, pp. 77-94.
- Cheng, C. (2019). Confirmation Bias in Investments. *International Journal of Economics and Finance*, vol. 11, n° 2, pp. 50-55.
- Chiasson, C. (2008). *Doit-on bannir les ventes à découvert ?* Source : www.ledevoir.com : <https://www.ledevoir.com/opinion/chroniques/214045/doit-on-bannir-les-ventes-a-decouvert>
- Clarke, R. G., de Silva, H., & Thorley, S. (2006). Minimum-Variance Portfolios in the U.S. Equity Market. *The Journal of Portfolio Management*, vol. 33, n° 1, pp. 10-24.
- Cléro, J.-P. (2013). Hume et l'utilité. *Revue internationale de philosophie*, n° 263, pp. 99-122.
- Cobbaut, R. (1994). *Théorie Financière*. Paris : Economica.
- Cohen, R., Polk, C., & Silli, B. (2009). *Best Ideas*. Harvard.
- Colombo, J. (2018). *U.S. Household Wealth Is Experiencing An Unsustainable Bubble*. Source: www.forbes.com: <https://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2018/08/24/u-s-household-wealth-is-experiencing-an-unsustainable-bubble/>
- Commission des Affaires économiques et monétaires du parlement européen. (2010, février 23). *Directive sur les fonds alternatifs: les députés examinent le projet législatif*. Source: <http://www.europarl.europa.eu>: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+IM-PRESS+20100223IPR69353+0+DOC+XML+V0//FR>
- Commission européenne. (2001). *Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises: Livre vert*. Bruxelles : COM(2001)366/F1.
- Condorcet. (1970). *Esquisse d'un tableau historique des progrès de l'esprit humain (1793-1794)*. Paris : Librairie philosophique J. Vrin.
- Connors, R. (2010). *Warren Buffett On Business, Principles from the sage of Omaha*. John Wiley & Sons, Inc.

- Conroy, R., & Harris, R. (1987). Consensus Forecasts of Corporate Earnings: Analysts' Forecasts and Time Series Methods. *Management Science*, vol. 33, n°6, pp. 725-738.
- Corporate Finance Institute. (s.d.). *What is the Stock Market ?* Source : <https://corporatefinanceinstitute.com/>:
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/stock-market/>
- Cordel, F. (2016). *Pourquoi avoir trop d'informations peut être un frein aux bonnes décisions*. Source : <https://www.hbrfrance.fr>: <https://www.hbrfrance.fr/chroniques-experts/2016/05/11134-pourquoi-avoir-trop-dinformations-peut-etre-un-frein-aux-bonnes-decisions/>
- Covey, S. M. (2008). *The Speed of Trust : The One Thing that Changes Everything*. New York: Free Press.
- Cowles, A. (1933). Can Stock Market Forecasters Forecast. *Econometrica*, vol. 1, n° 3, pp. 309-324.
- Crichfield, T., Dyckman, T., & Lakonishok, J. (1978). An Evaluation of Security Analysts' Forecasts. *The Accounting Review*, vol. 53, n° 3, pp. 651-668.
- Crifo, P., & Rebérioux, A. (2015). Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : Nouvelle frontière de la finance durable ? *Revue d'économie financière*, n° 117, pp. 205-223.
- Cukrowski, J., & Baniak, A. (1999). Organizational restructuring in response to changes in information-processing technology. *Review of Economic Design*, vol. 4, pp. 295-305.
- Cullis, J., Lewis, A., & Winnett, A. (1992). Paying to Be Good ? U.K. Ethical Investments. *Kyklos*, vol. 45, n° 1, pp. 3-23.
- Cuzacq, N. (2013). *Le cadre normatif de la RSE, entre soft law et hard law*. Source : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00881860/document>
- Davis, F., Lohse, G., & Kottemann, J. (1994). Harmful Effects of Seemingly Helpful Information on Forecasts of Stock Earnings. *Journal of Economic Psychology*, vol. 15, n° 2, pp. 253-267.
- Davydov, D., Tikkanen, J., & Äijö, J. (2016). Magic Formula vs. Traditional Value Investment Strategies in the Finnish Stock Market. *Nordic Journal of Business*, vol. 65, pp. 38-54.

- De Bayser, X., & Brafman, L. (2006). L'ISR est-il un style ? *Revue d'économie financière*, vol. 85, pp. 257-261.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1987). Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality. *Journal of Finance*, vol. 42, n° 3, pp. 557-581.
- De Brito, C. (2006). *ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ?*. *Association d'Economie Financière*, vol. 85, n° 4, pp. 151-170.
- De Brito, C., Desmartin, J.-P., Lucac-Leclin, V., & Perrin, F. (2005). *L'investissement Socialement Responsable*. Économica.
- De Franco, C. (2019). ESG Controversies and Their Impact on Performance. *The Journal of Investing*, vol. 29, n° 2, pp. 33-45.
- De Juvigny, B., Parain, X., & Gemelgo, P. (2015). *Rapport de l'AMF sur l'investissement socialement responsable (ISR) dans la gestion collective*.
- De Prémorel-Higgons, W. (2001). Profession: Investisseur "Value". *Analyse Financière*, n° 1, pp. 45-46.
- De Prémorel-Higgons, W. (2003). L'investissement valeur : Go for Value. *Analyse Financière*, n° 8, pp. 21-23.
- Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen de 1789*. (2019). Source : www.conseil-constitutionnel.fr: <https://www.conseil-constitutionnel.fr/le-bloc-de-constitutionnalite/declaration-des-droits-de-l-homme-et-du-citoyen-de-1789>
- Déjean, F. (2005). *L'investissement socialement responsable : étude du cas français*. Paris : Éditions Vuibert.
- Demartini, A. (2020). *La fourniture de données extra-financières : cartographie des acteurs, produits et services*. Autorité des marchés financiers.
- Denjean & Associés. (2018). *Enquête - La responsabilité sociale et environnementale des grands groupes vue par les Français*.
- Derwall, J., Guestner, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *The Financial Analysts Journal*, n° 61, pp. 51-61.
- Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors. *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, pp. 2137-2147.

- Desai, H., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2004). Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two ?. *The Accounting Review*, vol. 79, n° 2, pp. 355-385.
- Deutsch, M., & Gerard, H. (1955). A Study of Normative and Informational Social influences upon Individual Judgment. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, n° 51, pp. 629-636.
- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, vol. 86, n° 1, pp. 59-100.
- Dictionnaire de l'économie et des sciences sociales*. (1993). Paris : Nathan.
- Didier, M. (2005). *L'importance des marchés boursiers pour l'avenir des places financières*.
Source : www.aef.asso.fr/: <https://www.aef.asso.fr/publications/revue-d-economie-financiere/82-le-devenir-des-bourses-de-valeurs/1918-l-importance-des-marche-eacute-s-boursiers-pour-l-avenir-des-places-financi-egrave-res>
- Dijksterhuis, A., Bos, M., Nordgren, L., & van Baaren, R. (2006). One Making the Right Choice: Deliberation Without Attention Effect. *Science*, n° 311, pp. 1005-1007.
- Dreman, D., & Berry, M. (1995). Analyst Forecasting Errors and Their implications for Security Analysis. *Financial Analysts Journal*, vol. 51, n° 3 pp. 30-41.
- Durkheim, E. (2014). Chapitre II - Détermination du fait moral. *Dans : E, Durkheim, Sociologie et philosophie (pp. 41-74) : Presses Universitaires de France*. (Œuvre originale publiée en 1898).
- Dyer, J. H., & Chu, W. (2003). The Role of Trustworthiness in Reducing Transaction Costs and Improving Performance : Empirical Evidence from the United States, Japan, and Korea. *Organization Science*, vol. 14, n° 1, pp. 57-68.
- Edmans, A., Goldstein, I., & Jiang, W. (2012). The Real Effects of Financial Markets : The Impact of Prices on Takeovers. *The Journal of Finance*, vol. 67, n° 3, pp. 933-971.
- Elton, E., Gruber, M., & Gultekin, M. (1984). Professional Expectations : Accuracy and Diagnosis of Errors. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 19, n° 4, pp. 351-363.

- Emin, G. (2016). *Comprendre: la finance au service de l'économie réelle*. Source : <http://www.montesinos.fr>: <http://www.montesinos.fr/2016/01/comprendre-la-finance-au-service-de-l-economie-reelle.html>
- Eppler, M., & Mengis, J. (2004). The Concept of Information Overload: A Review of Literature from Organization Science, Accounting, Marketing, MIS and Related Disciplines. *The Information Society*, vol. 20, pp. 325-344.
- Eppler, M., & Mengis, J. (2003). *A Framework for Information Overload Research in Organizations*. ICA.
- Epsor. (2021, février). *Etude sur les fonds du label ISR*. Source : www.epsor.fr: <https://www.epsor.fr/blog/livre-blanc-epargne-responsable-les-solutions-dinvestissement-tiennent-elles-leurs-promesses>
- Erragragui, E., & Lagoarde-Segot, T. (2016). *Solving the SRI puzzle ? A note on the mainstreaming of ethical investment*. Finance Research Letters.
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J., & Muñoz-Torres, M. (2019). *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*. MDPI.
- Evans, J., & Archer, S. (1968). Diversification and the reduction of dispersion: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, vol. 23, n° 5, pp. 761-767.
- Eveillard, J. (2016). *En bourse, investissez dans la valeur*. Valor Edition.
- Fama, E. (1965). The Behaviour of Stock Market Prices. *Journal of Business*, vol. 38, n° 1, pp. 34-105.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, pp. 383-417.
- Fama, E., & French, K. (1996). The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 5, pp. 1947-1958.
- Fama, E., & French, K. (1998). Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, pp. 1975-1999.
- Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 47, n°2, pp. 427-465.

- Farmer, R. E., Nourry, C., & Venditti, A. (2012). The Inefficient Markets Hypothesis: Why Financial Markets Do Not Work Well in the Real World. *National Bureau of Economic Research*, n° W18647.
- Fernandez-Izquierdo, A., & Matallin-Saez, J. (2008). Performance of Ethical Mutual Funds in Spain : Sacrifice or Premium. *Journal of Business Ethics*, vol. 81, pp. 247-260.
- Feuerhahn, W. (2005). Une lecture de la théorie de l'utilité marginale et la loi fondamentale de la psychophysique de Max Weber. *Revue française de sociologie*, vol. 46, pp. 783-797.
- Fielitz, B. (1974). Indirect versus direct diversification. *Financial Management*, vol. 3, n° 4, pp. 54-62.
- Finance Watch. (2014). *A missed opportunity to revive “boring” finance? A position paper on the long term financing initiative, good securitisation and securities financing*. Source: [www.finance-watch.org: https://www.finance-watch.org/press-release/finance-watch-releases-position-paper-on-long-term-financing-securitisation-and-securities-financing/](https://www.finance-watch.org/press-release/finance-watch-releases-position-paper-on-long-term-financing-securitisation-and-securities-financing/)
- Fisher, L., & Lorie, J. (1970). Some Studies of Variability of Returns on Investments in Common Stocks. *The Journal of Business*, vol. 43, n° 2, pp. 99-134.
- Fisher, P. (2016). *Actions ordinaires et profits extraordinaires*. Valor Editions.
- Fleming, S., Weil, R., Nagy, Z., Dolan, R., & Rees, G. (2010). Relating Introspective Accuracy to Individual Differences in Brain Structure. *Science*, vol. 329, p. 1541-1543.
- Fonds Monétaire International. (2017). *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*.
- Fournier, G. (2021). 6 500 ouvriers migrants seraient morts au Qatar sur le chantier de la Coupe du monde 2022. Source : https://actu.fr/monde/6-500-ouvriers-migrants-seraient-morts-au-qatar-sur-le-chantier-de-la-coupe-du-monde-2022_39765395.html#:~:text=Des%20conditions%20de%20travail%20extr%C3%AAmes,chantiers%20et%20les%20insuffisances%20cardiaques.
- France Stratégie. (2019). *RSE et performance globale : mesures et évaluations, état des lieux des pratiques*.
- Franklin, B. (1758). *The Way To Wealth*.
- Franklin, B. (1884). *La science du bonhomme Richard et conseils pour faire fortune*. Limoges: E.Ardant.

- Franklin, B. (2013). *Moi, Benjamin Franklin. Citoyen du monde, homme des Lumières*. Autobiographie et textes scientifiques réunis et commentés par Audouze, J. Dunod.
- Frederick, W. (1994). From CSR1 to CSR2: The Maturing of Business-and-Society Thought *Business & Society*, vol. 33, n° 2, pp. 150-164.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. Marshfield : Pitman Publishing Luc.
- Frías-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L., & García-Sánchez, J. M. (2013). Is Intregrated Reporting Determined by a Country's Legal System ? An Exploratory Study. *Journal of Cleaner Production*, vol. 69, pp. 60-72.
- Friedman, M. (1970). The Social Responsibility if Business is to Increase its Profits. *The New York Times Magazine*.
- Fullwiler, S. T. (2015). *Sustainable Finance : Building a More General Theory of Finance*. Global Insitute for Sustainable Prosperity, Worrking Paper n° 106
- Gaillard, P. (1978). *Liberté et valeurs morales*. Paris : Hatier.
- Galbraith, J. (1969). *Le nouvel État industriel*. Paris : Gallimard.
- Galema, R., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2008). The Stocks at Stake : Return and Risk in Socially Responsible Investment, *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, n° 12, pp. 2646-2654.
- Gangi, F., & Varrone, N. (2018). Screening Activities by Socially Responsible Funds : A Matter of Agency ? *Journal of Cleaner Production*, vol. 197, pp. 842-855.
- Garcia Paramés, F. (2018). *Investir à long terme*. Valor Editions.
- Garrouste, P. (1994). Carl Menger et Léon Walras à propos de l'utilisation des mathématiques en économie. *Économie et Société*, n° 20-21, pp. 11-27.
- Gattaz, Y. (2001). Atouts et handicaps des entreprises patrimoniales. Université Paris IX Dauphine : Leçon inaugurale du DESS Droit du patrimoine professionnel.
- Gill, A. (2008). Corporate Governance as Social Responsibility : A Research Agenda. *Berkeley Journal of International Law*, vol. 26, pp. 452-478.
- Gillet-Monjarret, C., & Lafont, A.-L. (2020). Analyse discursive des rapports RSE des entreprises familiales vs non familiales. *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 23, n° 1.

- Giraud, G., & Renouard, C. (2012). *20 propositions pour réformer le capitalisme*. Flammarion.
- Global Sustainable Investment Alliance. (2020). *2020 Global Sustainable Investment Review*.
- Goffin, R. (1967). Les valeurs mobilières en France à la fin du XIXème siècle et au début du XXème siècle (1873-1913). Dans *Questions financières aux XVIIIème et XIXème siècles* (pp. 91-148). Paris : Presses universitaires de France.
- Gomez, P.-Y. (2016). *L'actionnariat en risque d'hypertension*. Source : www.lemonde.fr:https://www.lemonde.fr/economie/article/2016/03/17/l-actionnariat-en-risque-d-hypertension_4884958_3234.html
- Gomez-Mejia, L., Nunez-Nickel, L., & Gutierrez, L. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal*, vol. 44, pp. 81-95.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, pp. 107-155.
- Gond, J.-P., & Igalens, J. (2018). *La responsabilité sociale de l'entreprise*. Presses Universitaires de France.
- Graafland, J. J., & Mazereeuw-Van der Duijn Schouten, C. (2012). Motives for Corporate Social Responsibility. *De Economist*, vol. 160, n° 4, pp. 377-396.
- Graham, B. (2018). *L'investisseur Intelligent*. Valor Éditions.
- Graham, B., & Dodd, D. (2015). *Security analysis*. Valor Editions.
- Granier, T. (2014). L'absence de responsabilité des agences de notation extra-financière ? *Bulletin Joly Bourse*, n° 9, p. 448
- Green, L., & Yates, J. (1994). Influence of Pseudodiagnostic Information on the Evaluation of Ischemic Heart Disease. *Annals of Emergency Medicine*, vol. 25, n° 4, pp. 451-457.
- Greenblatt, J. (2006). *Le petit livre pour battre le marché*. Valor Editions.
- Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P., & van Biema, M. (2002). *Investir dans la valeur : de Benjamin Graham à Warren Buffett et même au-delà*. Valor Editions.
- Griffin, J., Ji, X., & Martin, J. (2003). Momentum Investing and Business Cycle Risk : Evidence from Pole to Pole. *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, pp. 2515-2547.

- Griffin, P. A., Lont, D. H., & Sun, E. Y. (2016). *The Relevance to Investors of Greenhouse Gas Emission Disclosures*. University of California.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1976). Information and Competitive Price Systems. *The American Economic Review*, vol. 66, n° 2, p. 246-253.
- Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat. (2019). *Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1.5°C par rapport aux niveaux préindustriels et les trajectoires associées d'émissions mondiales de gaz à effet de serre*.
- Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat. (2019). *Rapport spécial sur le changement climatique et la terre*. Source : www.ipcc.ch:https://www.ipcc.ch/report/srccl/
- Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat. (2019). *Rapport spécial sur l'océan et la cryosphère dans un climat en évolution*.
- Guez, H., & Zaouati, J. (2014). *Pour une finance positive, parce que l'argent a aussi des vertus*. Éditions Rue de l'échiquier.
- Gurufocus. (2021). *FINRA Investor Margin Debt Relative to GDP*. Source : www.gurufocus.com:https://www.gurufocus.com/economic_indicators/4266/finra-investor-margin-debt-relative-to-gdp
- Gustavsson, O., & Strömberg, O. (2017). *Magic Formula Investing and T Swedish Stock Market*. Lund University School of Economics and Management.
- Hang, M., Geyer-Klingenberg, J., & Rathgeber, A. (2018). It is Merely a Matter of Time: A Meta-Analysis of the Causality between Environmental Performance and Financial Performance. *Business Strategy and the Environment*, vol. 28, n° 2, pp. 257-273.
- Hargrave, M. (2020, Mai 13). *Corporate Finance & Accounting - Financial Ratios - Return on Equity*. Source : www.investopedia.com:https://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp
- Hart, S. L., & Ahuja, G. (1996). Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination of the Relationship between Emission Reduction and Firm Performance. *Business Strategy & the Environment*, n° 5, pp. 30-37.

- Hautcoeur, P.-C. (2008). Marchés financiers et développement économique : une approche historique. *Regards croisés sur l'économie*, n° 3, pp. 159-172.
- Hautcoeur, P.-C., Orléan, A., Strauss, A., & Vittori, J.-M. (2010). *Crises financières, les leçons de l'histoire*. Source : <http://www.touteconomie.org/>: <http://www.touteconomie.org/conferences/crises-financieres-les-lecons-de-lhistoire-video-disponible>
- Hayek, F. (1953). *Scientisme et sciences sociales : Essai sur le mauvais usage de la raison*. Traduit par Barre, R. Librairie Plon.
- Hayek, F. (1960). *The Constitution of Liberty*. Routledge & Kegan Paul
- Hayek, F. (1937). Economics and Knowledge. *Economica*, vol. 4, n° 13, pp. 33-54.
- Hayek, F. (1945). The Use of Knowledge in Society. *The American Economic Review*, vol. 35, n° 4, pp. 519-530.
- Hazlitt, H. (1998). *The Foundations of Morality*. Foundation for Economic Education.
- Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, vol. 31, n° 2, pp. 33-45.
- Heugens, P., Kaptein, M., & van Oosterhout, J. (2008). Contracts to Communities : A Processual Model of Organizational Virtue. *Journal of Management Studies*, vol. 45, n° 1, pp. 100-121.
- Hickman, C., Marks, E., Pihkala, P., Clayton, S., Lewandowski, E., Mayall, E., Wray, B., Mellor, C., van Susteren, L. (2021). Young People's Voices on Climate Anxiety, Government Betrayal and Moral Injury : A Global Phenomenon. *The Lancet Planetary Health*.
- Hirigoyen, G. (2009). Concilier finance et management dans les entreprises familiales. *Revue Française de Gestion*, n° 198-199, pp. 393-411.
- Hirigoyen, G. (2019). Théorie et modélisation financières. Antécédents et perspectives. *Entreprise & Société*, n° 6, pp. 33-71.
- Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2014). Les relations de causalité entre responsabilité sociétale des entreprises et performance financière : approche internationale. *Gestion 2000*, vol. 31, n° 1-2, pp. 153-177.

- Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2018). Chapitre 13. La responsabilité sociétale des entreprises familiales : les leçons d'une approche comparative internationale. Dans : Jean-Marie Peretti éd., *Une vision des ressources humaines sans frontières : Mélanges en l'honneur de Jacques Igalens* (pp. 155-179).
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effect of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, vol. 93, n° 1, pp. 15-36.
- Hong, H., & Kubik, J. (2003). Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts. *The Journal of Finance*, vol. 58, n° 1, pp. 313-351.
- Hoogveld, F. (2019). ETF, une solution pour l'investissement responsable. *L'Agefi Hebdo*, n° 682, p. 24.
- Huerta de Soto, J. (2007). *L'École autrichienne, marché et créativité entrepreneuriale*. Paris : Institut Charles Coquelin.
- Hume, D. (1991). *Enquête sur les principes de la morale*. Paris : Flammarion.
- Hume, D. (1999). *Traité de la nature humaine, livre 3*. Flammarion.
- IFOP pour la Croix. (2013). *Regards internationaux sur la situation économique et sur la mondialisation*. Source : www.ifop.com: https://www.ifop.com/wp-content/uploads/2018/03/2160-1-study_file.pdf
- IFOP pour le FIR et Vigeo Eiris. (2020). *Les Français et la finance responsable*.
- Inrate. (Janvier 2018). *Inrate's ESG Impact Rating Methodology*.
- Institut national de la statistique et des études économiques. (2020). *Taux d'inflation : Données annuelles de 1991 à 2019*. Source : www.insee.fr: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2122401#graphique-figure1>
- ISS Oekom. (2019). *ESG Corporate Rating*.
- Ivkovic, Z., Sialm, C., & Weisbenner, S. (2008). Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 43, pp. 613-655.
- Iyengar, S., & Lepper, M. (2000). When Choice is Demotivating : Can One Desire Too Much of a Good Thing ?. *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 79, n° 6, pp. 995-1006.

- Iyengar, S., Jiang, W., & Huberman, G. (2003). *How Much Choice is Too Much ? : Contributions to 401(k) Retirement Plans*. Philadelphia: Pension Research Council Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Jancovici, J.-M. (2019). *Cours : La comptabilité carbone*. Mines ParisTech.
- Jefferson, T. (2006). *Écrits politiques*. Traduit par Dréan, G. Les belles lettres.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, vol. 48, n° 1, pp. 65-91.
- Jennings, E. (1971). An Empirical Analysis of Some Aspects of Common Stock Diversification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 6, n° 2, pp. 797-813.
- Jensen, J. C., & Berg, N. (2012). Determinants of Traditional Sustainability Reporting Determinants of Traditional Sustainability Reporting. *Business Strategy & the Environment*, vol. 21, n° 5, pp. 299-316.
- Jensen, M. (1967). The Performance of Mutual Funds In the Period 1945-1964, *Journal of Finance*, vol. 23, n° 2, pp. 389-416.
- Jensen, M. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, vol. 6, pp. 95-101.
- Jensen, M. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, vol. 34, n° 1, p. 5-19.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- Johnson, M., & Smith, R. (2020). *Vatican used charity funds to bet on Hertz credit derivatives*.
Source : www.ft.com: <https://www.ft.com/content/f966e8b4-945a-45d0-8391-a305b3d8f7f5>
- Jones, S., & Johnstone, D. (2012). Analyst Recommendations, Earnings Forecasts and Corporate Bankruptcy : Recent Evidence. *Journal of Behavioral Finance*, vol. 13, n° 4, pp. 281-298.
- Kacperczyk, M., Sialm, C., & Zheng, L. (2005). On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds. *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, pp. 1983-2012.

- Kadyrzhanova, D., & Rhodes-Kropf, M. (2012). *Governing Misvalued Firms*. Harvard Business School.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, vol. 47, n° 2, pp. 263-291.
- Kahneman, D., Knetsch, J., & Thaler, R. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, vol 47, n° 3, pp. 263-291.
- Kanai, R., Bahrami, B., & Rees, G. (2010). Human Parietal Cortex Structure Predicts Individual Differences in Perceptual Rivalry. *Current Biology*, vol. 20, n° 18, pp. 1626-1630.
- Kandel, E., & Pearson, N. D. (1992). *Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets*. University of Rochester.
- Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance. *European Financial Management*, vol. 13, n° 5, pp. 908-922.
- Keynes, J. (1942). *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Paris : Payot.
- Kirby, R. (1997). You Need More than Numbers to Measure Performance. In C. Ellis, & J. Vertin, *The investor's anthology : original ideas from the industry's greatest minds*. John Wiley and Sons.
- Klarman, S. (1991). *Margin of Safety : Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. Harper Collins.
- La financière de l'échiquier. (2019). *ISR & Performance*.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, vol. 49, n° 5, pp. 1541-1578.
- Lapanan, N. (2018). *Individual Investors and Socially Responsible Mutual Funds*. Umea School of Business.
- Laurent, S., & Breteau, P. (2018). *Trop épais, le code du travail ? Comparez-le avec d'autres ouvrages qui le sont encore plus*. Source : www.lemonde.fr:https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2018/01/30/trop-epais-le-code-du-travail-comparez-le-avec-d-autres-ouvrages-qui-le-sont-encore-plus_5249274_4355770.html
- Le Maux, J., & Le Saout, E. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ?. *Revue Sciences de Gestion*, vol. 44, pp. 51-79.

- Lehmann, B. N. (1990). Fads, Martingales, and Market Efficiency. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, n° 1, pp. 1-28.
- Letza, S., Sun, X., & Kirkbride, J. (2004). Shareholding Versus Stakeholding: A Critical Review. *An International Review*, vol. 12, n° 2, pp. 242-262.
- Levitin, D. (2014). *The Organized Mind : Thinking Straight in the Age of Information Overload*. New York : Penguin.
- Levitt, T. (1958). The Dangers of Social-Responsibility. *Harvard Business Review*. vol. 36, n° 5, pp. 41-50
- Li, P., & Sun, Y. (2014). Modeling and Performance Analysis of Information Diffusion Under Information Overload in Facebook-like Social Networks. *International Journal of Communication Systems*, vol. 27, n° 9, pp. 1268-1288.
- Little, P., & Little, B. (2000). Do Perceptions of Corporate Social Responsibility Contribute to Explaining Differences in Corporate Price-Earnings Ratios ? A Research Note. *Corporate Reputation Review*, vol. 3, pp. 137-142.
- Loeb, G. (1965). *The Battle For Investment Survival*. Fraser Publishing Company.
- Loeb, G. (1989). Is there an Ideal Investment ? Some "don'ts" in Security Programs What to Buy-and when Diversification of Investments. Dans C. Ellis, & J. Vertin, *An Investor's Anthology. The Most Interesting Ideas and Concepts from the Literature of Investing* (p. 266-276). The Institute of Chartered Financial Analyst.
- Lohr, S. (2007). *Is Information Overload a \$650 Billion Drag on the Economy ?* Source : <https://bits.blogs.nytimes.com/>: <https://bits.blogs.nytimes.com/2007/12/20/is-information-overload-a-650-billion-drag-on-the-economy>
- Looser, S., & Wehrmeyer, W. (2015). Doing Well or Doing Good ? Extrinsic and Intrinsic CSR in Switzerland. *UWF*, vol. 23, n° 4, pp. 227-240.
- Louche, C., & Lydenberg, S. (2006). Investissement socialement responsable : différence entre Europe et États-Unis, *Revue d'Économie Financière*, n° 85, pp. 81-105.
- Lucas-Leclin, V. (2006). Qu'apporte l'analyse ISR à l'analyse financière ?. *Revue d'économie financière*, vol. 85, n° 4, pp. 209-232.
- Luther, R., Matatko, J., & Corner, D. (1992). The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 5, n° 4, pp. 57-70.

- Lynch, P. (1999). *Et si vous en saviez assez pour gagner en Bourse*. Valor Editions.
- Madison, J. (1836). *The Debates in the Several State Conventions on the Adoption of the Federal Constitution*. <https://archive.org/details/debatesinsevera00elligoog/page/n6>.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, n° 60, pp. 2661-2700.
- Mangolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). Does It Pay to Be Good... And Does It Matter ? A Meta-Analysis of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance, *SSRN Electronic Journal*, pp. 1-68.
- Mangot, M. (2007). *50 petites expériences en psychologie de l'épargnant et de l'investisseur*. Dunod.
- Margolis, J., & Walsh, J. (2003). Misery Loves Companies : Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, vol. 48, pp. 268-305.
- Markowitz, H. (1952). The Utility of Wealth. *The Journal of Political Economy*, vol. 60, n° 2, p. 151-158.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, pp. 77-91.
- Markowitz, H. (2000). *Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets* (éd. Franck J. Fabozzi Associates).
- Marks, H. (2018). *La chose la plus importante*. Valor Editions.
- Marks, H. (2020). *Maîtriser les cycles du marché*. Valor Editions.
- Martin, R., & Kemper, A. (2015). *The Overvaluation Trap*. Source : Harvard Business Review: <https://hbr.org/2015/12/the-overvaluation-trap>
- Masson-Delmotte, V. (2019). *Rencontre avec Valérie Masson-Delmotte, co-présidente du groupe n°1 du GIEC*. Source : edu.univ-grenoble-alpes.fr: <https://edu.univ-grenoble-alpes.fr/campus/culture-et-patrimoine-scientifique/les-conferences/les-conferences-d-exception/rencontre-avec-valerie-masson-delmotte-co-presidente-du-groupe-n-1-du-giec-812511.htm>
- Masson-Delmotte, V., Seneviratne, S., & Séférian, R. (2019). *Rencontre avec les scientifiques du GIEC*. Toulouse.

- Mathet, H. (2020). La Gouvernance ou ce qui fait la différence sur le long terme. Société française des analystes financiers.
- Matten, D., & Moon, J. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR : A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. *The Academy of Management Review*, vol. 33 n° 2, p. 404-424.
- Max, R., Kriebitz, A., & Luetge, C. (2020). Economic Activities Under Uncertainty : The Difference Between Speculation, Investment and Gambling. *Journal of Management and Sustainability*, vol. 10, n° 1, pp. 28-37.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility : A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, vol. 26, n° 1, pp. 117-127.
- Mejri Hamdi, I., & Mennechet, A. (2016). Information extra-financière, quelle place dans l'analyse financière ? *Analyse financière*, n° 60, pp. 38-42.
- Menger, C. (2020). *Principes d'économie politique*. Paris : Éditions du Seuil.
- Mill, J. (2018). *L'utilitarisme*. Flammarion.
- Ministère de la transition écologique. (2021). *Le rapportage extra-financier des entreprises*. Source : sur www.ecologie.gouv.fr: <https://www.ecologie.gouv.fr/rapportage-extra-financier-des-entreprises>
- Ministère de l'Environnement, de l'Énergie et de la Mer. (2016). *Méthode pour la réalisation des bilans d'émissions de gaz à effet de serre, conformément à l'article L. 229-25 du code de l'environnement*.
- Mishkin, F. (2013). *Monnaie, banque et marchés financiers*. Pearson France.
- Monnier, F. (2019). Le dividende, une composante essentielle. *Investir*, n° 2361, p. 2.
- Montesquieu. (2019). *Lettres persanes*. Hatier.
- Montier, J. (2009). *Value Investing : Tools and Techniques for Intelligent Investment*. John Wiley & Sons Inc.
- Mora, C., Doucet, B., Caldwell, I., & al. (2017). Global Risk of Deadly Heat. *Nature Climate Change*, vol. 7, pp. 501-506.
- Morin, F., & Rigamonti, E. (2002). Évolution et structure de l'actionnariat en France. *Revue Française de Gestion*, n° 141, pp. 155-181.

- Morningstar Fund Analysts. (2013). *L'importance de la rentabilité*. Source : <http://www.morningstar.fr: http://www.morningstar.fr/fr/news/108680/limportance-de-la-rentabilit%C3%A9.aspx>
- Mottis, N. (2014). *ISR et finance responsable* . Broché.
- Mouy, P. (1944). *Logique, cours de philosophie*. Librairie Hachette.
- MSCI ESG Research. (2018). *MSCI ESG Ratings Methodology*.
- Munger, C. (2008). *Poor Charlie's Almanack : The Wit and Wisdom of Charles T. Munger, Expanded Third Edition By Charles T. Munger*. Hardcover.
- Nations-Unies. (2019). *Objectifs de développement durable, 17 objectifs pour sauver le monde*. Source : www.un.org: https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/objectifs-de-developpement-durable/
- Nietzsche, F. (1913). *Par-delà le bien et le mal*. Mercure de France.
- Nitsche, C., & Schröder, M. (2015). *Are SRI Funds Conventional Funds in Disguise or do They Live up to Their Name?* ZEW – Centre for European Economic Research.
- Nofsinger, J. R. (2017). *The Psychology of Investing*. Routledge.
- Nofsinger, J. R., Sulaeman, J., & Varma, A. (2019). Institutional Investors and Corporate Social Responsibility. *Journal of Corporate Finance*, vol. 58, pp. 700-725.
- Novethic. (2014). *Panorama des agences de notation extra-financière*.
- Novy-Marx, R. (2013). *The Quality Dimension of Value Investing*. University of Rochester.
- Oluwadare, E., & Samy, M. (2015). The Relevance of Critical Accounting Theory (CAT) to Effectiveness of Public Financial Accountability in Emerging Economies. *Canadian Social Science*, vol. 11, n° 9, pp. 20-25.
- Orléan, A. (2011). *L'empire de la valeur*. Paris: Éditions du Seuil.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studie*, vol. 24, n° 3, pp. 403-441.
- O'Shaughnessy, J. (2012). *What Works on Wall Street*. Fourth edition.
- O'Shaughnessy, J. (2018). *Ce qui marche à Wall Street*. Valor Editions.

- Oskamp, S. (1965). Overconfidence in Case-Study Judgments. *Journal of Consulting Psychology*, vol. 29, n° 3, pp. 261-265.
- Pagès, A. (2006). *Les performances de l'Investissement Socialement Responsable : mesures et enjeux*. Mémoire de fin d'études Majeure Finance HEC Paris.
- Paranque, B., & Pérez, R. (2015). *La finance autrement ? Réflexions critiques et perspectives sur la finance moderne*. Presses Universitaires du Septentrion.
- Penalva-Icher, E. (2007). *Réseaux et régulation d'un marché financier "socialement responsable" en attendant la concurrence*. Thèse de doctorat : Université des Sciences et technologies de Lille.
- Perry, M. (2018). *More evidence that it's really hard to 'beat the market' over time, 95% of finance professionals can't do it*. Source : www.aei.org/: <https://www.aei.org/carpe-diem/more-evidence-that-its-really-hard-to-beat-the-market-over-time-95-of-finance-professionals-cant-do-it/>
- Persais, E. (2013). RSE et gouvernance partenariale, *Gestion 2000*, vol. 30, pp. 69-86.
- Pettit, R. R., & Venkatesh, P. C. (1995). Insider Trading and Long-Run Return Performance. *Financial Management*, vol. 24, n° 2, pp. 88-103.
- Pew Research Center. (2017). *Global Views on Morality*. Source : www.pewresearch.org: <https://www.pewforum.org/2017/05/10/social-views-and-morality/>
- Pisani, B. (2019). *Active fund managers trail the S&P 500 for the ninth year in a row in triumph for indexing*. Source : www.cnbc.com: <https://www.cnbc.com/2019/03/15/active-fund-managers-trail-the-sp-500-for-the-ninth-year-in-a-row-in-triumph-for-indexing.html>
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory. *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 1, pp. 187-217.
- Popper, K. (1973). *La logique de la découverte scientifique*. Payot.
- Popper, K. (1985). *Conjectures et réfutations*. Payot.
- Porter, M., & van der Linde, C. (1995). Toward a New Conception of the Environment Competitiveness Relationship. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, pp. 97-118.
- Poulain-Rehm, T. (2006). Qu'est ce qu'une entreprise familiale ? Réflexions théoriques et prescriptions empiriques. *La Revue des Sciences de Gestion*, n° 219, pp. 77-88.

- Rainelli-Le Montagner, H. (2006). Financial Theory on Ethics : The Reasons for Silence. *Finance & Bien Commun*, n° 24, pp. 20-27.
- Rainelli-Weiss, H. (2012). Finance comportementale : le cas des analystes financiers. In J. Allouche, *Encyclopédie des ressources humaines* (pp. 618-624). Vuibert.
- Régnault, I. (2019). *Quand trop de données tuent la prise de décision*. Source : maisouvaleweb.f: <http://maisouvaleweb.fr/de-donnees-tuent-prise-de-decision/>
- Regnault, J. (1863). *Calcul des chances et philosophie de la bourse*. Mallet-Bachelier et Castel.
- Reinganum, M. R. (1981). Misspecification of Capital Asset Pricing : Empirical Anomalies Based on Earnings' Yield and Market Values. *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 1, pp. 19-46.
- Renneboog, Luc, Ter Horst, Jenke, Zhang, & Chendi. (2008). Socially Responsible Investments : Institutional Aspects Performance, and Investor Behavior. *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 9, pp. 1723-1742.
- Revelli, C. (2011). *La performance financière de l'investissement socialement responsable : approche meta-analytique*. Université Montpellier 1 .
- Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. *Revue française de gestion*, n° 236, pp. 79-92.
- Revelli, C., & Viviani, J.-L. (2011). Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance financière : une analyse statistique de la littérature empirique. *Management et Avenir*, n° 44, pp. 34,59.
- Rield, A., & Smeets, P. (2017). Why do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds ? *Journal of Finance*, vol. 72, n° 6, pp. 2505-2550.
- Riochet, V. (2019). ETF Le rouleau compresseur. *L'Agefi Hebdo*, n° 682, pp. 20-22.
- Ripple, W. J., Wolf, C., Newsome, T. M., Barnard, P., & Moomaw , W. R. (2020). World Scientists' Warning of a Climate Emergency. *BioScience*, vol. 70, n° 1, pp. 8-12.
- Rivoalan, S., & Louvel, Y. (2010). *Investissement Socialement Responsable : l'heure du tri*. Les Amis de la Terre.
- Roetzel, P. (2019). Information Overload in the Information Age : A Review of the Literature From Business Administration, Business Psychology, and Related Disciplines with a

- Bibliometric Approach and Framework Development. *Business Research*, vol. 12, n° 2, pp. 479-522.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, vol. 59, n° 2, pp. 197-216.
- Rolland, S. (2018). *La gestion passive représentera un quart du marché européen d'ici à 2025*. Source : www.lesechos.fr: <https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/la-part-de-marche-de-la-gestion-passive-pourrait-atteindre-25-dici-a-2025-148591>
- Rommes, J.-J. (2009). Ethique et Argent - un conflit éternel ? *Exposition Colours of money*.
- Rosenberg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, vol. 11, n° 3, pp. 9-16.
- RSE Magazine. (2018). *Le président du MEDEF interpelle l'AMF sur les ventes à découvert*. Source : www.rse-magazine.com: https://www.rse-magazine.com/Le-president-du-MEDEF-interpelle-l-AMF-sur-les-ventes-a-decouvert_a2952.html
- Saadaoui, K. (2008). *L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? Analyse de la performance financière des fonds socialement responsables français*. Actes du 5ème congrès de l'ADERSE.
- Salganik, M. (2020). *Measuring the predictability of life outcomes with a scientific mass collaboration*. Source : www.pnas.org: <https://www.pnas.org/content/117/15/8398>
- Samal, A., & Das Mohapatra, A. (2020). Standard Finance And Behavioral Finance : A Study On It's Evolution And It's Present Status In India. *Standard Finance And Behavioral Finance: A Study On It's Evolution And It's Present Status In India*, vol. 7, n° 8, p. 4300-4308.
- Sandberg, J., Juravle, C., Martin, T., & Hamilton, I. (2009). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, vol. 87, pp. 519-533.
- Sangare, A. (2005). Efficience des marchés : un siècle après Bachelier. *Revue d'économie financière*, n° 81, pp. 107-132.
- Savall, H., Zardet, V., Péron, M., & Bonnet, M. (2016). *Le capitalisme socialement responsable existe*. Éditions EMS.
- Say, J.-B. (1840). *Cours complet d'économie politique pratique*. Edition Guillaumin.

- Schloss, W. (1994). *Factors Needed to Make Money in the Stock Market*. Walter & Edwin Schloss Associates.
- Schreiber, P., Pinson, L., Cuvelier, L., & Marchais, N., (2020). *Epargne : Nos économies au service du chaos social et climatique*. Reclaim Finance.
- Schroeder, A. (2010). *Warren Buffett : L'effet boule de neige*. Valor Editions.
- Schwartz, B. (2005). *Le paradoxe du choix*. Source : www.ted.com:https://www.ted.com/talks/barry_schwartz_the_paradox_of_choice?language=fr#t-1158994
- Schwarzkopf, S., Song, C., & Rees, G. (2011). The Surface Area of Human V1 Predicts the Subjective Experience of Object Size. *Nature Neuroscience*, vol 14, n° 1, pp. 28-30.
- Schwed, F. (2003). *Mais où sont les yachts des clients ?* Les Éditions du Siècle.
- Semenova, N., & Hassel, L. (2015). On the Validity of Environmental Performance Metrics. *Journal of Business Ethics*, vol. 132, n° 2, pp. 249-258.
- Servan-Schreiber, J.-L. (2010). *Trop vite ! Pourquoi nous sommes prisonniers du court terme*. Paris : Albin Michel.
- Sharpe. (1994). The Sharpe Ratio, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 21, n° 1, pp. 49-58.
- Shiller, R. (2000). *Exubérance irrationnelle*. Valor Editions.
- Shiller, R. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Shleifer, A. (1999). *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press, Clarendon lectures in Economics.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 737-783.
- Sibony, O. (2014). *Vous allez commettre une terrible erreur !*. Clés des Champs.
- Siegel, J. (2014). *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment Strategies*. McGraw-Hill Professional ; 5th Revised edition.
- Simon, H. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *Journal of Economics*, vol. 69, pp. 99-118.

- Smith, A. (1991). *Recherches sur la nature et les causes de la richesses des nations 1*. Flammarion. Traduit par Garnier, G. Edition originale publiée en 1776.
- Smith, A. (2014). *Théorie des sentiments moraux*. Presses Universitaires de France. Traduit et annoté par Biziou, M., Gautier, C., Pradeau. Edition originale publiée en 1759.
- Soppe, A. (2004). Sustainable Corporate Finance. *Journal of Business Ethics*, vol. 53, pp. 213-224.
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n° 3, pp. 30-39.
- Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility, *Financial Analysts Journal*, vol. 65 n° 4, pp. 33-46.
- Stattman, D. (1980). Book Values and Stock Returns, *The Chicago MBA : A Journal of Selected Papers*, vol. 4, pp. 25-45.
- Stiglitz, J., Sen, A., & Fitoussi, J.-P., (2009). *Rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social*. Editions Odile Jacob.
- Stiglitz, J. (2010). *Le rapport Stiglitz*. Les liens qui libèrent.
- Strasser, T. (2009). *La vague*. Pocket.
- Taaffe, L. (2017). *The Wave that changed the world*. Source : www.paloaltoonline.com:
<https://www.paloaltoonline.com/news/2017/03/17/the-wave-that-changed-history>
- Taleb, N. (2010). *Le cygne noir*. Les belles lettres.
- Tanous, P. J. (2021, Février 24). *Commentary : The Fed has a simple tool it can deploy to curb market speculation*. Source : www.cnbc.com:
<https://www.cnbc.com/2021/02/23/commentary-the-fed-has-a-simple-tool-it-can-deploy-to-curb-market-speculation.html>
- Tao, C., Hui, D., & Chen, L. (2020). Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility. *Journal of Financial Economics*, vol. 135, n° 2, pp. 483-504.
- Thietart, R.-A., & et coll. (2007). *Méthodes de recherche en management*. Dunod.
- Thorp, E. (2018). *L'homme de tous les marchés*. Valor Éditions.
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, vol. 69, n° 1, pp. 1-35.
- Tocqueville. (2008). *De la démocratie en Amérique*. Paris: Flammarion.

- Touma, A. (2018). *L'investissement responsable, Transformer ses valeurs en épargne*. RB Edition.
- Trainer, D. (2020). *The Hidden Dangers of Passive Investing*. Source : [www.forbes.com: https://sites/greatspeculations/2020/06/01/the-hidden-dangers-of-passive-investing/?sh=6f2b13164d96](https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2020/06/01/the-hidden-dangers-of-passive-investing/?sh=6f2b13164d96)
- Trotta, D. (2008). *Short sellers have been the villain for 400 years*. Source : [www.reuters.com: https://www.reuters.com/article/us-financial-shortselling-villainspics/short-sellers-have-been-the-villain-for-400-years-idUSTRE48P7CS20080926?PageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true](https://www.reuters.com/article/us-financial-shortselling-villainspics/short-sellers-have-been-the-villain-for-400-years-idUSTRE48P7CS20080926?PageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true)
- Trusteam Finance. (2020). *Position Paper: Pourquoi nous n'utilisons pas de notation ESG externe*. Source : [http://www.trusteam.fr: http://www.trusteam.fr/news/actualites/position-paper-pourquoi-nous-nutilisons-pas-de-notation-esg-externe.html](http://www.trusteam.fr/news/actualites/position-paper-pourquoi-nous-nutilisons-pas-de-notation-esg-externe.html)
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science New Series*, vol. 211, n° 4481, pp. 453-458.
- Tweedy, Browne Company LLC. (2009). *What has Worked in Investing : Studies of Investment Approaches and Characteristics Associated with Exceptional Returns*.
- Tyler, J. (2008). *Is a company hurt when its shares fall?* Source : [www.marketplace.org: https://www.marketplace.org/2008/10/16/company-hurt-when-its-shares-fall/](https://www.marketplace.org/2008/10/16/company-hurt-when-its-shares-fall/)
- Valle, S., & Hampton, L. (2021). *Chevron would rather pay dividends than invest in wind and solar -CEO*. Source : [www.reuters.com: https://www.reuters.com/business/energy/chevron-ceo-says-dividend-shareholders-better-than-investing-wind-solar-2021-09-15/](https://www.reuters.com/business/energy/chevron-ceo-says-dividend-shareholders-better-than-investing-wind-solar-2021-09-15/)
- van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process : Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, vol. 138, pp. 525-533.
- van Weeren, M. (2022). *Affaire Orpea : mais à quoi servent les notations ESG ?* Source : [www.latribune.fr: https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/affaire-orpea-mais-a-quoi-servent-les-notations-esg-9045](https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/affaire-orpea-mais-a-quoi-servent-les-notations-esg-9045)

- Vermeir, W., & Friedrich, C. (2006). La performance de l'ISR. *Revue d'économie financière*, n° 85, pp. 107-120.
- Viennot, M. (2016). *Finance/Economie réelle : les nouvelles déconnexions*. Source : www.franceculture.fr: <https://www.franceculture.fr/emissions/le-billet-economique/financeeconomie-reelle-les-nouvelles-deconnexions>
- Vinogradoff, P. (2010). *Common Sense in Law*. General Books.
- Vlachos, P., Panagopoulos, N., & Rapp, A. (2013). Feeling Good by Doing Good: Employee CSR-Induced Attributions, Job Satisfaction, and the Role of Charismatic Leadership. *Journal of Business Ethics*, vol. 118, n° 3, pp. 577-588.
- Voltaire. (1832). Éloge funèbre de Louis XV. Dans *Oeuvres de Voltaire* (p. 18). Paris: Chez Lefèvre Librairie.
- Voltaire. (1992). *Candide et autres contes*. Éditions Gallimard.
- Voltaire. (2006). *Le Monde comme il va*. Gallimard.
- Voltaire. (2019). *Questions sur l'encyclopédie*. Paris : Éditions Robert Laffont.
- von Mises, L. (1949). *L'action Humaine*. Traduit par Audoin, R. (2011). Institut Coppet.
- von Mises, L. (1927). *Le libéralisme*. Traduit par de Quengo, H. (2006). Institut Charles Coquelin.
- Walter, C. (2013). *Le modèle de marche au hasard en finance*. Broché.
- Walter, I. (2020). Sense and Nonsense in ESG Scoring. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 5, n° 2, pp. 307-336.
- Whyte JR, W. (2012). *Groupthink, (Fortune 1952)*. Source : <https://fortune.com>: <https://fortune.com/2012/07/22/groupthink-fortune-1952/>
- Widyawati, L. (2020). A Systemic Literature Review of Socially Responsible Investment and Environmental Social Governance Metrics. *Business Strategy and the Environment*, vol. 29, pp. 619-637.
- Wirtz, P. (2019). *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*. La découverte.

Table des matières

<i>Avant-propos</i>	3
<i>Remerciements</i>	5
<i>Sommaire</i>	7
<i>Introduction générale</i>	9
Problématique de la recherche.....	14
Méthodologie de la recherche.....	17
Intérêts de la recherche	19
Organisation de la recherche.....	21
<i>Partie I : La responsabilité financière par l'investissement dans les fondamentaux</i>	24
<i>Chapitre 1 : Analyse et choix de paramètres financiers pour une gestion de portefeuille financièrement responsable</i>	25
Section 1 Utilité et fonctionnement des marchés actions	27
§ 1 Naissance, utilité et apports	27
§ 2 Une théorie ancrée : l'efficacité des marchés.....	29
§ 3 Une remise en cause de l'hypothèse de l'efficacité des marchés : la présence de « M. Marché » et le développement de la finance comportementale.....	37
§ 4 L'irrationnel et dangereux mécanisme de rétroaction positive en finance.....	45
§ 5 Les impacts négatifs du mécanisme de rétroaction positive sur les entreprises	50
A.Les principaux impacts d'une sous-valorisation.....	50
B.Les principaux impacts d'une survalorisation	53
Section 2 Analyse critique des stratégies de gestion de portefeuille et concepts essentiels ..	58
§ 1 Investir n'est pas spéculer.....	58
§ 2 Le malentendu du risque d'investissement	68
§ 3 Les dangers de la sur-diversification.....	76
§ 4 L'impossibilité de la gestion indicielle responsable.....	77
§ 5 Stratégie d'investissement dans la croissance.....	79
§ 6 Stratégie d'investissement dans la valeur	86

Conclusion du chapitre.....	98
Chapitre 2 : Stratégie d'investissement concentré Value-Quality : une méthode financièrement responsable et rentable	101
Section 1 Revue de la littérature	105
Section 2 Présentation de la méthodologie.....	111
§ 1 Le cadre épistémologique.....	111
§ 2 Choix des variables	115
§ 3 Echantillon et méthodologie	117
Section 3 Présentation des résultats et analyses.....	126
§ 1 Analyse descriptive.....	126
§ 2 Analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées	133
Section 4 Discussion et conclusion.....	141
Partie II : Intégration de paramètres extra-financiers pour une gestion de portefeuille responsable	145
Chapitre 3 : Analyse et choix de paramètres extra-financiers pour une gestion de portefeuille responsable	146
Section 1 Du siècle des lumières à l'émergence des investissements éthiques	148
§ 1 L'éthique dans les premiers investissements	148
§ 2 D'une forme disparate d'éthique à l'investissement socialement responsable (ISR)	150
A.Les motivations des investisseurs.....	150
B.Les motivations des entreprises.....	152
C.La jonction des intérêts des investisseurs et des entreprises	153
D.Théorie financière et investissement responsable.....	155
§ 3 Le reporting extra-financier des entreprises	157
§ 4 L'ISR, ses formes actuelles et son marché	161
§ 5 L'analyse extra-financière ESG	167
Section 2 Analyse critique des méthodologies institutionnelles	171
§ 1 La responsabilité des agences de notation extra-financière	171
§ 2 L'achoppement de la quantification éthique pour un modèle de notation extra-financière	179

A. Subjectivisme	180
B. Evolutionnisme	181
§ 3 Compréhension de la polyphonie méthodologique de l'analyse extra-financière	183
§ 4 La simplicité comme gage de clarté	190
§ 5 Une divergence significative de notations extra-financières	194
§ 6 L'utilitarisme coopératif pour une responsabilité extra-financière significative	197
Section 3 Choix de critères pour une évaluation extra-financière soutenable	202
§ 1 Le principe de responsabilité à travers la loi et la justice	202
§ 2 Le principe de responsabilité climatique	206
§ 3 La création de valeur économique et sociétale	215
Conclusion du chapitre	220
<i>Chapitre 4 : Performance extra-financière des fonds ISR et impacts financiers d'un filtrage négatif sur une stratégie Value-Quality</i>	<i>221</i>
Section 1 Analyse de la qualité de sélection extra-financière des fonds ISR : une comparaison entre fonds labellisés ISR et univers d'investissement	223
§ 1 Revue de la littérature	226
§ 2 Présentation de la méthodologie	232
A. Cadre épistémologique	232
B. Échantillon et méthodologie	233
C. Présentation des variables	234
§ 3 Présentation des résultats et analyse	235
§ 4 Discussion et conclusion	244
Section 2 Concilier performance financière et performance extra-financière	246
§ 1 Revue de la littérature	247
§ 2 Présentation de la méthodologie	255
A. Choix des variables	255
B. Échantillon et méthodologie	256
§ 3 Présentation des résultats et analyse	259
A. Analyse descriptive	259
B. Analyse approfondie par le couple rendement / risque et les variables sélectionnées	261

§ 4 Discussion et conclusion	267
Conclusion du chapitre.....	269
Conclusion générale	270
Section 1 Les principaux résultats de la recherche.....	270
Section 2 Les apports de la recherche	272
§ 1 Apports théoriques et empiriques.....	272
§ 2 Apports méthodologiques.....	275
§ 3 Apports managériaux	275
Section 3 Les limites et voies de prolongement de la recherche	277
Liste des annexes	280
Liste des tableaux	368
Liste des figures	371
Bibliographie	374
Table des matières	405
Résumé	409
Abstract.....	410

Résumé

L'investissement responsable est une facette de la finance de marché incluant deux substructions : financière et éthique. Cette thèse cherche à associer ces deux socles, dans l'optique de faire émerger une stratégie de gestion de portefeuille actions associant performance financière et extra-financière. Elle est organisée en quatre chapitres, suivant une logique de structure et visant le même dessein final. Le premier chapitre est constitué d'une étude logico-déductive des théories financières et des différents facteurs influençant l'activité de gestion de portefeuille. Les résultats indiquent que la stratégie la plus financièrement responsable et corrélée à l'économie réelle est *Value-Quality*. Le deuxième chapitre est composé d'une étude comparative des performances financières et du couple rendement / risque de quatre portefeuilles *Value-Quality* avec leur univers d'investissement. Cette étude effectuée sur le marché boursier français pour la période 1999-2019 semble indiquer que les marchés financiers sont inefficients et qu'une stratégie d'investissement associant faible niveau de valorisation et rentabilité élevée offre une performance anormalement élevée. Le troisième chapitre étudie de façon logico-déductive les composantes de l'analyse extra-financière ainsi que les principales théories liées. Les résultats signalent que les méthodes extra-financières actuelles sont victimes de nombreuses limites et manquent de clarté et de matérialité. Le quatrième chapitre est composé de deux études. La première testant la performance extra-financière des fonds ISR stipule que ces fonds n'arrivent pas à se démarquer de leur univers d'investissement au niveau climatique et controversé. La deuxième étude consiste à mesurer l'écart de performance entre une stratégie *Value-Quality* + Extra-Financier (VQEF) et l'univers d'investissement. Cette dernière étude nous permet d'indiquer qu'il est possible d'associer performance financière et extra-financière dans une stratégie de gestion de portefeuille *Value-Quality* intégrant un filtre d'exclusion.

Mots clés : investissement responsable, gestion de portefeuille, éthique, value-quality, value-investing, filtre d'exclusion, analyse extra-financière, économie réelle, ISR

Abstract

Responsible investment is a facet of market finance including two substructures: financial and ethical. This thesis seeks to combine these two bases, with a view to bringing out an equity portfolio management strategy combining financial and extra-financial performance. It is structured in four chapters, following a logic of structure and aiming at the same final goal. The first chapter consists of a logical-deductive study of financial theories and the various factors influencing the activity of portfolio management. The results indicate that the most financially responsible strategy and correlated to the real economy is Value-Quality. The second chapter is composed of a comparative study of the financial performance and the risk/return ratio of four Value-Quality portfolios with their investment universe. This study carried out on the French stock market for the period 1999-2019 seems to indicate that the financial markets are inefficient and that an investment strategy combining a low level of valuation and high profitability offers an abnormally high performance. The third chapter studies in a logical-deductive way the components of extra-financial analysis as well as the main related theories. The results indicate that the current extra-financial methods are victims of many limitations and lack clarity and materiality. The fourth chapter is composed of two studies. The first testing the extra-financial performance of SRI funds stipulates that these funds are unable to stand out from their investment universe in terms of climate and controversy. The second study consists of measuring the performance gap between a VQEF strategy and the investment universe. This last study allows us to indicate that it is possible to associate financial and extra-financial performance in a Value-Quality portfolio management strategy integrating an exclusion filter.

Keywords : responsible investment, portfolio management, ethics, value-quality, value-investing, exclusion, extra-financial analysis, real economy, SRI