

L'éthique en bourse : le cas des indices boursiers socialement responsables

Abdelbari EL KHAMLI

Doctorant en sciences de gestion (CRCGM-EA3849)
Université d'Auvergne

Résumé

Après leurs premiers débuts dans les années 1980, les indices boursiers éthiques se sont développés à partir des années 1990. Constituant un univers d'investissement à part entière, ces indices proposent aux investisseurs des opportunités d'investissement conformes à leurs orientations en matière sociale et environnementale. Même si tous les indices éthiques passent par un processus de filtrage, les critères utilisés varient d'un pays à l'autre voire d'une agence de notation éthique à l'autre. Se pose ainsi la question de la légitimité de ces indices et aussi celle de savoir s'ils traduisent tous l'esprit du développement durable.

Dans cet article, nous nous proposons d'abord de passer en revue ces indices éthiques, leur contexte, leurs critères de filtrage. Puis, nous nous focalisons sur 3 indices issus de 3 différentes régions (États-Unis, Europe et Canada). Nos résultats montrent l'existence d'une forte corrélation entre les indices éthiques et leurs indices de référence, et l'absence d'une différence de performance en période de la crise financière.

Mots clés

Indices boursiers éthiques, ISR, développement durable, filtrage

Abstract

After their set up in the 80s, the ethical indices have grown during 90s. Considered as being a separate investment area, these indices were created to bring to investors some investment opportunities corresponding to their social and environmental commitment. Before being included in the ethical index, the values must pass a screening process; the used criteria vary from one country to another and even among social agencies in the same country. Indeed, one can wonder on the legitimacy of these indices and if they are still mirroring the spirit of the sustainable development.

In this article, we will analyze the landscape of the ethical indices, their context, and their screening criteria. Then, we will focus on 3 indices issued from 3 different regions (USA, Europe, and Canada) to analyze their performance during the current financial crisis. Our results reveal that there is high correlation between ethical indices and their benchmarks but no significant difference in performance.

Key words

Ethical indices, SRI, sustainable development, screening

Introduction : des indices boursiers classiques aux indices boursiers SR¹

Dans sa conception classique, un indice boursier est un indicateur qui permet de mesurer l'évolution dans le temps de la performance d'un marché boursier, d'un secteur d'activité ou d'un portefeuille échantillonné (Topsacalian 2000, p.54). Ce qui distingue un indice boursier c'est le choix des valeurs retenues, son mode de calcul et la pondération. Ainsi, la première étape pour la construction d'un indice boursier est de faire un échantillonnage pour déterminer les valeurs dont les cours vont servir au calcul de cet indice. Le choix et le nombre des valeurs dépendent du rôle assigné à l'indice (Topsacalian 1996, p.10). Ainsi on peut trouver :

- Un indice large qui contient la plupart des indices du marché et dans lequel tous les secteurs économiques sont représentés, les économistes se basent sur la performance de ces indices pour dégager les tendances et faire des prévisions sectorielles. En France, l'indice SBF 250 fait partie de cette catégorie.
- Un indice étroit représentant les valeurs les plus actives d'un marché sélectionnées en fonction de plusieurs critères tels que la taille, la liquidité...etc. Le CAC 40 en France et le DAX 30 en Allemagne font partie de cette catégorie.

Cet article sera scindé en deux parties : dans la première nous allons présenter les indices boursiers SR ainsi que leur particularité, puis dans la deuxième nous allons nous intéresser à leur performance depuis le début de la crise financière actuelle.

1. Présentation et particularités des indices boursiers éthiques

La création des fonds d'investissement depuis les années 1920 était la première manifestation d'intégration de l'ISR dans les marchés financiers. Cette intégration s'est manifestée également à travers les indices boursiers SR qui ont vu le jour dans les années 1990.

Certes les États-Unis étaient les pionniers dans le lancement des indices SR, mais les autres pays ont suivi pour lancer leur propre gamme. Actuellement, une vingtaine de familles d'indices sont présentes sur les marchés financiers et servent de support à plusieurs produits financiers SR. Nous nous proposons de passer en revue les principaux indices dans le monde par zone géographique et de mentionner leur particularité par rapport aux indices boursiers traditionnels.

1.1. Présentation des indices boursiers éthiques par zone géographique

- *Les États-Unis : le berceau des indices éthiques*

Le premier mouvement a eu lieu en 1980 aux États-Unis à l'initiative d'une banque de Boston qui a mis en place l'indice Safe (*South Africa Safe Equity*), son objectif était de recenser les entreprises du S&P 500 non impliquées dans le commerce avec l'Afrique du Sud, pays accusé à l'époque de ségrégations raciales à l'encontre des noirs. Cette initiative s'est accentuée après une résolution des Nations Unies, la même année, appelant les gouvernements à suspendre leurs crédits et investissements en Afrique du Sud (De Brito et al. 2005, p.43). De nombreuses sociétés se sont retirées du pays pour intégrer l'indice Safe et faire partie des portefeuilles des investisseurs. Le démantèlement de

¹ Bien que l'appellation SR « socialement responsable » soit plus large que le terme « éthique », dans cet article nous utilisons indifféremment les 2 notions.

l'apartheid ainsi que l'élection de Nelson Mandela en tant que président en 1994 ont mis fin à ce mouvement (Pagès 2006, p.10), mais le concept continue d'exister...

Le mois de mai 1990 a connu le lancement du premier indice éthique par l'agence américaine KLD, cet indice fut nommé *Domini 400 Social Index*. Regroupant 400 sociétés sélectionnées sur la base de critères éthiques, le DSI 400 était pendant des années le seul indice éthique existant (Le Maux, Le Saout 2003, p.10) après la disparition de son prédécesseur Safe, ainsi que la seule référence pour la comparaison de performance des placements éthiques (Déjean 2005, p.64).

L'indice Calvert Social Index créé en 2000 a été conçu pour répliquer la performance de l'indice de référence Russell 1000, il était le premier à utiliser conjointement le filtrage positif et négatif (Havemann, Webster 1999, p.27).

- *Les indices européens*

Au Royaume Uni, les indices NPI ont été lancés en 1998 pour répliquer la performance de l'indice FTSE All-Shares. Ensuite, l'indice FTSE4good est apparu suite à un partenariat signé en 2001 entre la bourse de Londres et l'agence de notation sociale EIRIS avec le concours de l'UNICEF. Cet indice global est composé d'une large famille d'indices régionaux et sectoriels et continue d'être l'indice éthique de référence de la place londonienne.

En Europe continentale, plusieurs pays disposent d'une offre plus ou moins diversifiée en termes d'indices SR. Ainsi, l'Allemagne était la première à doter sa place boursière d'un indice éthique et ce dès Avril 1997. En effet, l'indice NaturAktienIndex a été lancé pour tenir compte des sociétés qui s'engagent dans le développement durable et la protection de l'environnement. La France est aussi représentée grâce à l'offre de la société française Vigeo (ex AReSE), cette agence a joué un rôle important en lançant l'indice ASPI (Advanced Sustainable Performance Index) Eurozone. Cet indice a été conçu dans l'objectif d'être un benchmark de référence en termes de développement durable en Europe. La famille d'indices éthiques ESI (Ethibel Sustainability Index) est très présente sur le marché de l'investissement éthique depuis sa création en 2001. Ces indices sont devenus propriété de l'agence française Vigeo à partir de 2005 et continuent de refléter la performance d'indices éthique avec une couverture géographique mondiale.

D'autres places boursières européennes sont également concernées par cette catégorie d'indices. Par exemple, en Suisse, le cabinet SAM a commencé dès 1999 à diffuser des indices éthiques, l'offre englobe notamment l'indice DJSI (Dow Jones Sustainability Group Index), ainsi que des indices européens Stoxx Sustainability.

La bourse italienne dispose également de sa famille d'indices éthique depuis Janvier 2000, il s'agit des indices SR ECPI E-Capital Partners Ethical Indexes. Prenons deux indices de cette famille: l'indice SR ECPI Global qui contient les 300 sociétés les plus importantes eu égard à leurs capitalisations boursières, et l'indice ACPI Euro répliquant quant à lui la performance de 150 valeurs européennes. Les critères de filtrage utilisés sont ceux de l'agence de notation E-capital Partners.

Suite à une joint venture entre la banque Kempen et le leader néerlandais du développement durable l'agence SNS, les Pays-Bas disposent de leur propre indice éthique appelé Smaller Europe SRI Index, il bénéficie d'une couverture européenne et présente la particularité de viser les petites capitalisations souvent délaissées par d'autres indices. Afin de représenter les valeurs SR dans les pays nordiques, la bourse suédoise avait lancé sa gamme d'indices SIX/GES ethical index depuis 2004, ces indices visent à répliquer la performance des entreprises éthiques présentes dans quatre pays (la Suède, le Danemark, la Norvège et la Finlande).

1.2. Les particularités des indices boursiers éthiques

Les indices boursiers SR sont une catégorie d'indices qui suit l'évolution d'un portefeuille constitué uniquement de sociétés cotées respectant des exigences fixées par une agence de notation éthique. Ils sont dans ce sens des sous-ensembles d'univers d'investissement (Le Saout 2005, p.24).

Bien que chaque indice éthique soit obtenu après filtrage d'un indice classique de référence, plusieurs différences peuvent être constatées d'un indice à l'autre notamment quant à la stratégie et aux critères utilisés pour construire l'indice. Puis, nous présenterons les principaux critères de sélection des titres pour passer ensuite au processus de sélection avant d'aborder les facteurs de développement de cette catégorie d'indices.

- *Les critères de sélection*

Compte tenu de la difficulté de distinguer entre les activités éthiques et celles qui ne le sont pas, la limite entre les 2 univers est souvent floue. Ainsi, les critères de sélection des titres sont multiples voire hétérogènes (Pérez 2002, p.141). C'est pour cette raison que chaque agence de notation établit une liste des critères qui correspond à sa vision de l'éthique et qui n'est pas forcément partagée avec les autres agences. L'objectif de chaque agence est de veiller à ce que ses critères soient compris par les investisseurs, et que ces derniers puissent identifier ceux qui correspondent le mieux à leurs attentes.

Certaines valeurs sont retenues pour faire partie de l'indice éthique sur la base des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Là aussi des contradictions peuvent apparaître, pour ne citer qu'un exemple: fermer une usine qui pollue est une action éthique du point de vue environnemental, mais les licenciements qui peuvent en résulter ne sont pas éthiques d'un point de vue social. Cette situation exige de la part des agences de notation un effort supplémentaire en matière de transparence et de communication (De Brito et al. 2005, p.46) lorsqu'il s'agit de présenter les critères qu'ils utilisent.

La plupart des indices se basent sur une stratégie de filtrage négatif, ce qui revient à exclure certains domaines d'activité jugés non éthiques par l'agence de notation.

Agence de notation	Indice éthique	Secteurs exclus
EIRIS (UK)	FTSE4GOOD	Tabac, jeux, armement, énergie nucléaire
ETHIBEL (B)	ESI	Expériences sur les animaux, OGM, armement, énergie nucléaire
SAM (CH)	DJSI	Alcool, tabac, jeux
KLD (USA)	DSI 400	Alcool, tabac, jeux, armement, énergie nucléaire

Une simple comparaison des secteurs non éthiques exclus montre qu'une société peut être exclue selon les critères établis par une agence de notation alors qu'elle peut faire partie d'un indice diffusé par une autre agence (De Brito et al. 2005, p.273). Ce manque de standardisation est conçu comme un des problèmes majeurs qu'affrontent les indices boursiers éthiques. Pérez (2002, p.142) a expliqué partiellement cela par le fait que la sensibilité à un secteur ou à l'autre varie selon les pays. Aussi, des différences peuvent être constatées entre les indices du même pays, l'exemple de deux indices éthiques américains illustre ce propos : l'indice Calvert accorde plus d'importance aux principes de gouvernement d'entreprise alors que le DSI 400 met en avant les critères environnementaux (Pagès 2006, p.30)

En plus des agences utilisant le filtrage négatif, il existe des indices qui utilisent exclusivement des critères positifs. Citons l'exemple de l'indice européen ASPI Eurozone : pour le calcul de cet indice l'agence française Vigeo n'exclue aucun secteur à priori mais fait appel à un système de *scoring*. La même démarche est appliquée par l'agence canadienne Jantzi-Sustainalytics.

N'étant pas contraintes d'utiliser exclusivement l'un des 2 filtres, la majorité des agences sélectionnent leurs indices en utilisant conjointement le filtrage positif et négatif, divers exemples peuvent être cités notamment l'agence américaine KLD et britannique EIRIS.

- *Le processus de sélection*

À partir d'un indice de référence, l'agence de notation procède au choix des indices selon ses propres critères et le type de filtres qu'elle utilise. Ainsi, quel que soit le type de filtrage, l'agence exclut certaines valeurs et ne garde que celles qui correspondent à son orientation éthique.

Le processus de sélection commence par la définition d'un indice traditionnel existant qui va constituer l'univers de départ, cet indice peut être par exemple le S&P 500, le DJ Stoxx, le FTSE All Shares...etc. L'agence applique ses filtres extra-financiers en excluant des valeurs (si le filtrage négatif est utilisé), et en intégrant d'autres (si l'agence accompagne son filtre négatif par une autre stratégie comme le «best in class» par exemple). Certains indices ajoutent des contraintes de représentativité, comme le DJSI World qui retient 20% de la capitalisation boursière de chaque secteur, le DJSI Stoxx qui en retient 45% ou le FTSE4GOOD qui fixe un flottant de 10% comme contrainte.

Après cette première étape, les valeurs qui arrivent à passer les différents filtres font partie de l'indice et constituent l'univers d'arrivée (voir annexe 3). Le poids des titres retenus pour constituer l'indice éthique est supérieur à leurs poids respectifs dans l'indice de départ.

L'indice ainsi constitué fait l'objet de révisions régulières (annuelles, trimestrielles) afin d'inclure les sociétés éligibles et exclure celles qui ne remplissent plus les critères fixés par l'agence. Les indices éthiques sont ainsi plus concentrés que les indices traditionnels parce qu'ils ont passé les filtres et donc leur poids dans le nouvel indice augmente considérablement. Cela implique des conséquences en termes de volatilité de l'indice et par conséquent de sa performance.

2. Performance des indices SR

S'intéresser à la performance des indices éthiques consiste à analyser un des niveaux de la performance extra-financière de l'ISR. L'investisseur éthique s'intéresse à la performance non financière qui se manifeste à travers l'impact social, environnemental de la société dans laquelle il va participer, autrement dit : son « capital-éthique » susceptible de lui garantir une « plus-value éthique » (Serret 2003, p.2) en fonction des titres choisis et de la pondération accordée à chaque critère éthique.

Il se demande également si son investissement est rentable d'un point de vue financier et s'il doit consentir des sacrifices pour investir conformément à ses principes éthiques. Cette question demeure légitime afin de savoir si l'éthique sociale et la performance financière de l'entreprise vont de pair, et si l'actionnaire d'une part et les salariés d'autre part pourront être tous gagnants. Ainsi, « battre » l'indice de référence (Pérez 2002, p.143) en dégagant une performance supplémentaire tout en respectant les exigences SR constitue un objectif ambitieux pour les indices et les fonds indiciels éthiques.

2.1. La rentabilité et le risque des indices SR

Les deux notions que nous présenterons sont étroitement liées. Nous commençons par la rentabilité des indices éthiques pour passer ensuite aux risques qui leur sont associés.

- *La rentabilité*

Même si la rentabilité n'est pas le premier objectif affiché par les investisseurs éthiques, comme nous venons de le voir, les sociétés de gestion et les fournisseurs d'indices le mettent en avant afin de légitimer leur offre et attirer de nouveaux investisseurs.

Ainsi, les indices éthiques peuvent dégager une rentabilité supplémentaire par rapport aux indices traditionnels grâce aux facteurs suivants. Tout d'abord, la bonne gouvernance des sociétés incluses dans ces indices garantie par les rapports des agences de notation minimise le risque de faillite et de litige avec les salariés, les clients ou les fournisseurs (Serret 2003, p.2), les actions prises par les actionnaires SR vont dans le sens de renforcer ces bonnes pratiques de gouvernance (Serret 2004, p.3). Ensuite, l'exclusion de certains secteurs comme présentant des risques se manifestant par des indemnités à payer à l'Etat ou aux victimes en cas de procès. L'exemple des indemnités payées par les sociétés du tabac évoqué par De Brito et al. (2005, p.260) peut être cité à ce niveau. Certains investisseurs peu soucieux de l'éthique apprécient bien les *sin stocks* (Hong; Kacperczyk 2009, p.17) même si cette conclusion est nuancée par Salaber (Salaber 2007, p.19) en fonction de l'environnement légal du pays et de son « aversion au péché ». Enfin, et compte tenu de l'attractivité des indices ISR, certains estiment que des flux vont se déplacer des indices traditionnels vers les indices SR, cet effet de liquidité (Le Maux et Le Saout 2003, p.15) peut expliquer l'augmentation des encours et atténue la baisse de ces indices même en période de baisse des marchés financiers.

- *Le risque associé*

Considérer l'éthique comme contrainte revient à penser qu'elle sera pénalisante pour un investisseur pour plusieurs raisons. Premièrement, l'univers des indices SR se retrouve restreint par rapport à son indice de référence, d'où un manque de diversification (Serret 2003, p.2), ce qui cause une augmentation de la volatilité conformément à la théorie financière (Havemann et Webster 1999, p.16 ; Saadaoui 2008, p.2). Deuxièmement, la rentabilité peut être impactée négativement à court terme à cause des coûts de mise en place des règles de bonne conduite éthique dans les entreprises éthiques (Boutin-Dufresne 2002, p.9) auxquels s'ajoutent des coûts imposés par les contraintes sociales, même si ce coût s'avère faible selon (Burlacu et al. 2004, p.21). La troisième raison est liée au comportement des investisseurs, ces derniers peuvent retirer leurs capitaux investis dans les sociétés n'adoptant pas des critères socialement responsables (Le Saout 2005, p.24).

2.2. La performance des indices boursiers SR dans la littérature

Contrairement à l'importance des recherches relatives à la performance des fonds d'investissement éthique (voir annexe 4), la performance des indices SR n'a pas été beaucoup étudiée dans la littérature (Fowler et Hope 2007, p.245). Cela s'explique principalement par le caractère récent de ces indices.

Ainsi, les premières études datent du milieu des années 90 et portaient uniquement sur le marché américain. L'étude de Sauer (1997) a porté sur l'indice américain DSI 400 en effectuant une comparaison avec deux indices de référence : le S&P 500 et le CRSP. L'auteur ne trouve pas de différence significative de performance, il explique cela par l'absence d'impact des filtres éthiques sur la performance des indices. Cette conclusion a été confirmée par d'autres études sur le même indice (Abramson, Chung 2000; Statman 2000).

Au Royaume Uni, l'agence de notation EIRIS a mené une étude prospective (Havemann, Webster 1999) préalablement au lancement de ses indices éthiques sur la place de Londres qui a eu lieu deux ans plus tard. Les auteurs de l'étude ont choisi d'appliquer les filtres éthiques à l'indice large FTSE all Shares, les 5 indices fictifs ont été calculés par un fournisseur d'indice et ont été comparés avec l'indice de référence. L'étude a abouti à la conclusion que la performance des indices constitués ne diffère pas de celle du benchmark FTSE All Share.

Outre l'indice DSI 400, d'autres indices américains ont fait l'objet de recherches empiriques. Ainsi, l'indice DJSI a été étudié par d'autres chercheurs (Cerin et Dobers 2001) ; (Fowler, Hope 2007). Selon Cerin et Dobers (2001), l'indice DJSI surperforme son indice de référence le DJGI grâce à la bonne gouvernance et l'importance de la capitalisation boursière des sociétés incluses dans l'indice éthique. Fowler et Hope (2007) de leur part ont analysé les caractéristiques de l'indice et ont précisé certains biais méthodologique tels que l'effet taille.

Hamid et Sandford (2002) ont été les premiers à adopter une démarche plus générale consistant à analyser conjointement des indices éthiques européens et américains et ont signalé la difficulté de comparaison que posent la subjectivité et la multitude de critères de sélection utilisés par chaque indice. Le Saout (2005) a adopté la même démarche en comparant des indices éthiques de la famille Dow Jones et ceux de la famille FTSE4GOOD. L'auteur a soulevé le problème de l'influence de construction des indices sur leur performance, notamment les différences en termes de taille, des modes de calcul et de pondération de ces indices, ce qui peut biaiser les comparaisons. L'auteur a proposé de reconstruire ces indices pour rendre possible leur comparaison et trouve que les indices éthiques, en particulier le FTSE4GOOD, surperforment leur benchmarks. Ce dernier résultat a été partagé par d'autres chercheurs (Cobb et al. 2005; Curran, Moran 2007) ; (Schröder 2007) alors que Collison et al. (2008) ne trouvent pas de différences significatives de performance.

Par ailleurs, l'impact de l'indice éthique sur les entreprises qui y sont contenues a été étudié dans d'autres recherches (Cumming et al. 2005, Curran et Moran 2007), ces derniers précisent l'impact positif sur la société après l'annonce de son intégration dans un indice éthique. Une explication se trouve dans le modèle proposé par Ricart et al. (2005) qui ont mené une analyse approfondie des sociétés leaders de chacun des 18 secteurs d'activité couverts par le DJSI. Il s'agit, selon les auteurs, d'un impact sur le système de gouvernance de ces entreprises pour qu'il soit conforme aux exigences de l'indice éthique. Quant à Cobb et al. (2005), ils se sont intéressés aux sociétés de l'indice FTSE4GOOD et ils ont remarqué que l'impact se situe au niveau de l'amélioration de la qualité de divulgation de l'information, tout en nuancant cette conclusion par le fait que des différences existent au sein de la même famille d'indice.

Après cette revue de littérature, la seule conclusion qu'on peut en tirer est l'absence d'une unanimité quant à la surperformance ou la sous performance des indices SR. *

2.3. Performance de 3 indices boursiers SR en période de crise

Nous considérons 3 indices représentant l'Europe, les États-Unis et le Canada (voir tableau n°1). Dans ce qui suit nous allons effectuer une analyse graphique pour voir comment se sont comportés les indices éthiques en période de crise par rapport aux à leurs homologues classiques.

La durée de l'étude commence de décembre 2007 (date officielle marquant le début de la crise financière actuelle selon le Bureau National des Recherches Économiques: www.nber.org) jusqu'au 31 janvier 2010. Les données proviennent de la base de données Reuters.

Les 3 indices et leurs benchmarks suivent la même tendance était un résultat attendu eu égard à ce que les premiers ne sont que des sous ensemble des seconds. Or, ce qui est plus surprenant est le fait que les 3 graphiques prennent, dans l'ensemble, la forme d'un « V » avec un plus bas en 2008 qui était la plus difficile pour tous les indices étudiés. Ainsi, 2 périodes peuvent être dégagées : une période de baisse qui commence en décembre 2007 jusqu'au février 2009. Cette date est le point d'inflexion des 3 courbes marquant un retournement de tendance pour les 3 indices, une évolution positive a pu alors être constatée.

L'indice européen DJ STOXX Sustainability (graphique 3) réplique parfaitement son indice de référence STOXX et une forte corrélation est observée sauf durant le 2^{ème} trimestre de 2008. Cela veut dire que l'indice SR a réalisé une performance comparable à celle de son benchmark. Ainsi nous ne pouvons parler ni de surperformance ni de sous performance malgré le manque de diversification de l'indice SR.

Quant à l'indice américain Calvert (graphique 1) , il sous performe par rapport à son indice de référence durant la période haussière et sous performe quand le marché est à la baisse. Ce résultat peut être expliqué par l'importance des valeurs offensives contenues dans l'indice qui accélèrent la baisse ou la hausse plus que la moyenne du marché.

Pour les mêmes raisons, l'indice canadien JSI 60 (graphique 2) affiche un comportement similaire à celui de l'indice SR américain. Sont ainsi constatées une baisse et une hausse plus fortes que celles de l'indice de référence, l'écart était plus important au premier trimestre de 2008 et à partir du 3^{ème} trimestre 2009.

Conclusion

Les indices SR sont des sous ensembles des indices classiques. Ils procèdent au filtrage des valeurs qu'ils contiennent selon des critères ESG. Malgré leur histoire récente, ils s'imposent comme une alternative aux investisseurs soucieux de l'éthique dans leurs portefeuilles.

Ce sont les agences de notation sociale qui ont lancé ces indices en partenariat avec les fournisseurs d'indices traditionnels. Ainsi, chacune des agences sociales choisit les valeurs selon sa propre conception de l'éthique et de la responsabilité sociale. Cette multitude de critères de choix pose le problème du niveau d'éthique de ces indices et leur contribution dans le mouvement du développement durable.

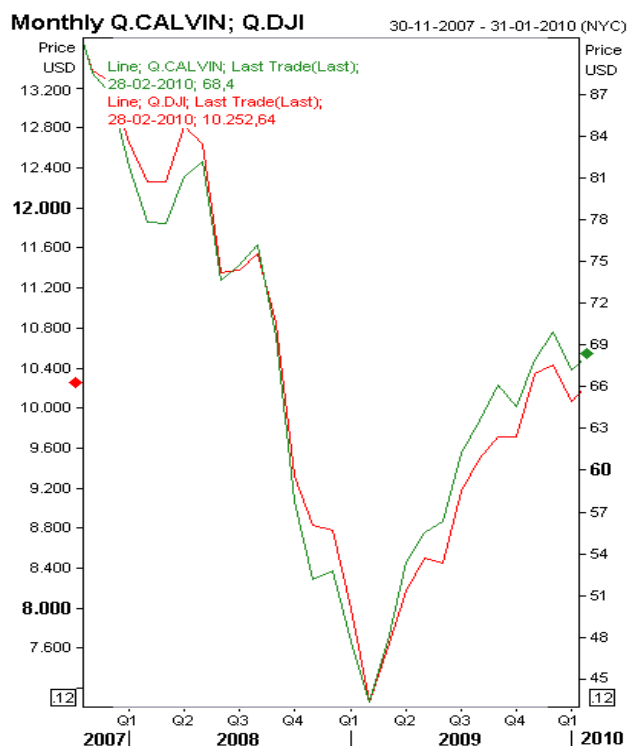
Les indices SR ont en commun un processus de filtrage qui commence à partir d'un indice de marché constituant l'univers de départ pour aboutir à un univers d'arrivée matérialisé par les indices SR. Certes ces derniers sont moins diversifiés que leur benchmark ce qui nous a poussé à s'interroger sur leur performance

Nous avons étudié la réaction depuis le début de la crise financière actuelle des 3 indices issus des principaux marchés de l'industrie socialement responsable (Europe, États-Unis et Canada). L'analyse graphique a montré une forte corrélation entre chaque indice et son benchmark et qu'en général la même évolution, en « V », est constatée. Les 3 groupes d'indices étudiés ont connu le rebond au 1^{er} semestre 2009 après 15 mois de baisse avec l'absence de toute surperformance ou sous performance à long terme d'un indice ou de l'autre par rapport à son benchmark. En période de hausse ou de baisse, les indices SR américain et canadien amplifient la tendance sans perte de performance.

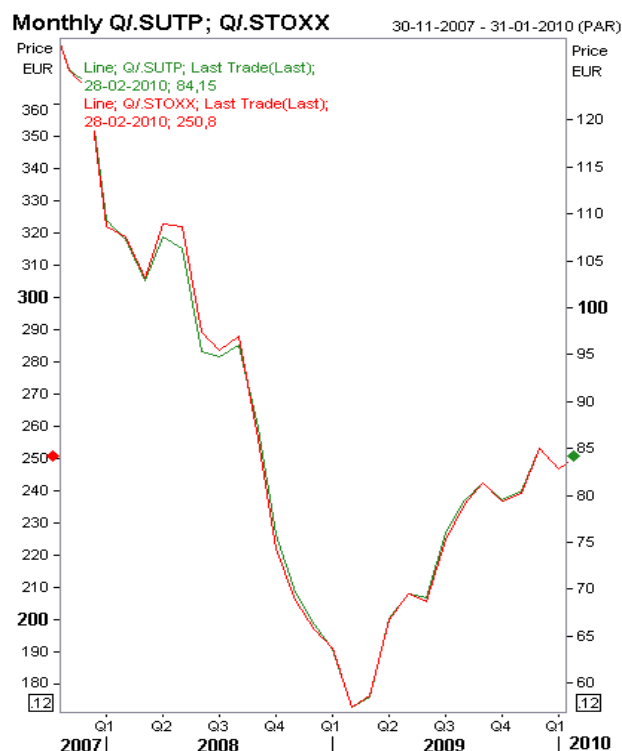
Conscients des limites de notre étude, nous proposons que le champ de l'étude soit élargi, dans les futures recherches, à plusieurs indices SR pour les comparer entre eux eu égard à la composition de chaque indice et les secteurs d'activité qu'il couvre. Il est

également envisageable d'utiliser les techniques classiques et modernes de mesure de performance afin d'avoir une estimation plus précise de la rentabilité et du risque de ces indices.

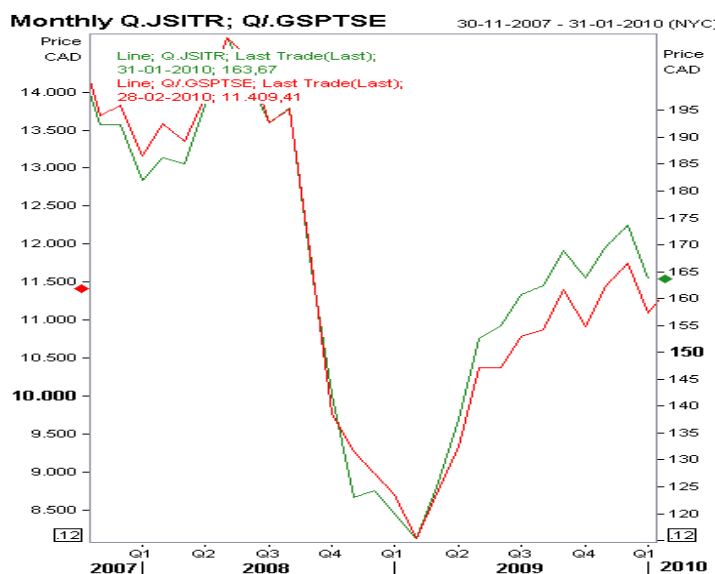
Famille d'indices	Date de création	Agence de Notation	Processus et critère de sélection
Dow Jones Stoxx Sustainability Index (DJSI Stoxx)	Octobre 2001	SAM : Agence suisse	Univers de départ : L'indice européen DJ Stoxx (600 sociétés) 1. Sélection « Best in Class » : les 57 secteurs d'activité sont tous représentés, le calcul du score se base sur les critères de l'agence SAM pour choisir les meilleures sociétés en termes de pratique ESG 2. Contrainte de représentativité : retenir les meilleurs 20% des entreprises de l'indice DJ Stoxx 600 . 3. Reconstitution annuelle et révision trimestrielle Univers d'arrivée: DJSI Stoxx (154 sociétés) Source : http://www.sustainability-index.com/djsi_pdf/publications/Factsheets/SAM_IndexesMonthly_DJSISTOX
Calvert Social Index	2000	Calvert : Agence américaine	Univers de départ : DJ Total Market Index (1000 Sociétés) 1. Exclusion des sociétés ne respectant pas les critères fixés par l'agence dans ses 7 domaines axés principalement sur l'environnement et les droits de l'homme. 2. Reconstitution annuelle et révision trimestrielle Univers d'arrivée: Calvert Social index (662 sociétés)
Jantzi Social Index (JSI)	Janvier 2000	Jantzi-sustainability: Agence canadienne	Univers de départ : S&P/TSX 60 (et 300) 1. Sélection <i>Best of Sector</i> parmi les sociétés de l'indice S&P/TSX 60 (puis S&P/TSE 60) sur la base du respect des critères ESG 2. Sélection <i>Best of Sector</i> parmi les valeurs de l'indice composite S&P/TSX (puis TSE 300) 3. Contrainte de représentativité : combiner les grandes capitalisations et la représentativité sectorielle dans l'indice. 4. Reconstitution annuelle et révision mensuelle Univers d'arrivée : JSI (60 sociétés)



Graphique 1 : l'indice Calvert et le DJ Index



Graphique 3 : L'indice DJ Sustainability et STOXX



Graphique 2 : l'indice JSI et S&P/TPX 300

Graphique	Période étudiée	Indice	Devise	Code Reuters	Code Reuters du benchmark
1	Du 30/11/2007 (début de la crise financière) Au 31/01/2010	Calvert social index	USD	(.CALVIN)	(.DJI)
2		Jantzi social index	CAD	(.JSITR)	(.GSPTSE)
3		DJ STOXX Sustainability	EUR	(.SUTP)	(.STOXX)

Bibliographie

- Abramson, L., Chung, D. (2000), "Socially responsible investing: Viable for value investors?" *Journal of Investing*, 9(3), 73–80.
- Boutin-Dufresne, F. (2002), "Les risques associés à l'investissement socialement responsable". la Faculté des études supérieures de l'Université Laval. Available at: <http://www.irec.net/publications/288.pdf> [Accédé Mars 29, 2009].
- Burlacu R., Girerd-Potin I. et Dupré D. (2004), « Ya -t- il un sacrifice à être éthique? une étude de performance des fonds socialement responsables américains ». *Banque & Marchés* (69), 20-28.
- Cerin, P., Dobers, P. (2001), "What does the performance of the Dow Jones Sustainability Group Index tell us?". *Eco-Management and Auditing*, 8(3), 123–133.
- Cobb, G. et al. (2005), "FTSE4Good: perceptions and performance". *ACCA Research Report*, 88.
- Collison, D.J. et al (2008), "The financial performance of the FTSE4Good indices". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 14-28.
- Cumming, J.F., Bettridge, N., Toyne, P. (2005), "Responding to Global Business Critical Issues: A source of Innovation and Transformation for FTSE 350 companies". *Corporate Governance*, 3(5), 43-51.
- Curran, M., Moran, D. (2007), "Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study". *Journal of environmental management*, 82(4), 529–537.
- De Brito C., Desmartin J-P., Lucas-Leclin V. et Perrin F. (2005), *L'investissement socialement responsable*, Economica., Paris.
- Déjean, F. (2005), *L'investissement socialement responsable* Vuibert., Fowler, S.J., Hope, C. (2007), « A Critical Review of Sustainable Business Indices Gobry, P. (1988), *La bourse aux indices* Economica.,
- Hamid, N., Sandford, Y. (2002), "Are SRI Indices Responsible? Portfolio Indexes and Futures Research", Deutsche Bank. *Deutsche Bank, London*.
- Havemann, R., Webster, P. (1999), "Does ethical investment pay". *EIRIS Report*.
- Ho, M. (2010), "Alternate Socially Responsible Investment Indices in Asian Financial Markets: The Involvement of Stakeholder Dialogue". *Oikos PRI Young Scholars Academy*, University of Hong Kong.(Forthcoming)
- Hong, H., Kacperczyk, M. (2009), "The price of sin: The effects of social norms on markets". *Journal of Financial Economics*, (93), 15-36.

- Le Maux, J., Le Saout, E. (2003), "La performance des fonds socialement responsables: mirage ou réalité?" Working Paper, *Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*.
- Le Saout, E. (2005), "Indice, mon bel indice: dis moi qui est le plus performant-Le cas des indices éthiques". *Banque & Marchés* (74), 24-31.
- Pagès, A. (2006), "*Les performances de l'investissement socialement responsable: mesures et enjeux*". Mémoire sous la direction de Thierry Foucault. HEC Paris. Available at: http://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_performances_investissement_socialement_responsable_mesures_enjeux.pdf [Accédé Mars 13, 2009].
- Pérez, R. (2002), "L'actionnaire socialement responsable". *Revue française de gestion*, 141(2002/5), 131-151.
- Ricart, J.E., Rodrig, M.A. and Sánchez, P. (2005), "Sustainability in the Boardroom: An Empirical Examination of Dow Jones Sustainability World Index Leaders". *Corporate Governance*, 5, 24-41.
- Saadaoui, K. (2008), «L'engagement éthique pénalise-t-il la performance? analyse de la performance des fonds socialement responsables français». Grenoble 10 et 11 Janvier.
- Salaber, J. (2007), "The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on the European Market". AFFI conference - Bordeaux. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1071746.
- Sauer, D.A. (1997), "The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund". *Review of Financial Economics*, 6(2), 137-149.
- Schröder, M. (2007), Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34, 331-348.
- Serret, V. (2003), "L'investissement éthique est-il rentable". *Atelier développement durable de l'AIMS*,
- Serret, V. (2004), "L'engagement actionnarial: principes, enjeux et limites". Available at: <http://www.lux-ias.lu/PDF/Serret.pdf>.
- Statman, M. (2000), "Socially responsible mutual funds". *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39.
- Topsacalian, P. (2000), "Le point sur...les indices boursiers". *Banque & Marchés* (47), 54-58.
- Topsacalian, P. (1996), *Les indices boursiers sur actions*, Economica.