

L'investissement socialement responsable nuit-il au rendement ?



Table des matières

- Introduction 3
- Comparaison des indices 4
- Comparaison de fonds communs de placement 7
- Comparaison des rendements de sociétés bien classées sur le plan de la responsabilité sociale aux rendements de sociétés moins bien classées 12
- Performance sociale des entreprises 13
- Défis 15
- Résumé et conclusion 16

L'investissement socialement responsable nuit-il au rendement ?

À RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), nous suivons une grande variété de questions et de tendances financières qui peuvent influencer sur le processus décisionnel de nos clients. Le présent article, qui est une mise à jour d'un rapport de recherche publié en 2012, indique que les études arrivent généralement à la conclusion que l'investissement socialement responsable ne nuit pas au rendement.

Introduction

L'investissement socialement responsable (ISR) est pratiqué depuis plus d'un siècle. Presque dès les débuts, les praticiens, les universitaires et le public investisseur ont cherché à savoir si l'inclusion de considérations sociales et environnementales dans le processus de prise de décisions de placement nuit aux rendements.

L'essor de l'ISR découle principalement du nombre croissant d'études visant à répondre à cette question. S'il se révèle que l'ISR produit des rendements inférieurs, il sera une stratégie réservée aux investisseurs qui, armés de solides convictions à l'égard des sociétés dans lesquelles ils veulent investir, acceptent de s'enrichir dans une moindre mesure pour concilier ces préoccupations. En revanche, s'il peut être démontré que l'ISR produit des rendements supérieurs, il consolidera sa position dans le marché général. Les gestionnaires de placements traditionnels intégreront progressivement les principes de l'ISR dans leurs processus d'investissement pour stimuler les rendements. Enfin, si la recherche montre qu'il n'y a pas de différence importante entre le rendement des fonds ISR et celui des fonds de placement traditionnels, les investisseurs pourront opter pour une stratégie ISR, selon laquelle les sociétés devraient être tenues responsables de leurs pratiques environnementales, sociales et liées à la gouvernance (ESG), sans nuire à leurs rendements financiers.

Les détracteurs de l'ISR soutiennent que lorsque le processus de placement tient compte de facteurs non financiers, tels que les critères ESG, il entraîne nécessairement des rendements inférieurs en raison de la réduction du nombre d'occasions de placement. S'appuyant sur la théorie moderne du portefeuille, les tenants de cette position affirment essentiellement que des portefeuilles de placement bâtis à partir d'un ensemble de 2 000 sociétés sont plus efficaces (ou ont un rendement prévu supérieur ou une volatilité attendue inférieure) que les portefeuilles construits à partir d'un ensemble de 1 000 sociétés. Autrement dit, l'ISR réduit l'univers des placements possibles et offre donc un potentiel de rendement ajusté au risque inférieur¹.

INVESTISSEMENT RESPONSABLE (IR)

Le sigle IR désigne collectivement le large éventail de méthodes qui peuvent être utilisées pour intégrer les critères environnement, société et gouvernance (ESG) dans le processus de placement.

ENVIRONNEMENT, SOCIÉTÉ ET GOUVERNANCE (ESG)

L'acronyme ESG fait référence aux critères environnementaux, sociaux et de gouvernance liés à un placement pouvant avoir des répercussions financières sur celui-ci.

INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE (ISR)

L'abréviation ISR fait référence à l'investissement socialement responsable, qui se fonde sur les critères ESG pour exclure des sociétés d'un ensemble de placements.

D'une part, les défenseurs de l'ISR reconnaissent volontiers que l'application des critères ESG réduit les occasions de placement, et pour cause : la raison d'être de l'ISR est d'exclure les sociétés jugées « irresponsables ». D'autre part, ils font valoir que l'intégration des critères ESG dans le processus de placement procure des avantages concrets. Cette philosophie, appelée « théorie des parties prenantes »², laisse entendre que les pratiques actuelles d'une société ont un effet considérable sur sa rentabilité future. Ainsi, filtrer les sociétés aux activités ou aux pratiques non durables revient à éliminer celles qui devraient être à la traîne de leurs concurrents, ce qui réduit la taille de l'univers de placement, mais en rehausse la qualité. Par conséquent, les défenseurs de l'ISR soutiennent que toute perte d'efficacité du portefeuille est largement compensée par les caractéristiques de placement attrayantes des sociétés restantes.

¹ *Graziadio Business Review*, The Moral and Financial Conflict of Socially Responsible Investing, Volume 10, numéro 1, 2007. Auteurs : Darrol J. Stanley, DBA et Christopher R. Herb. Accessible à <https://gbr.pepperdine.edu/2010/08/the-moral-and-financial-conflict-of-socially-responsible-investing/>

² *ibid.*

Selon un troisième point de vue, dans des conditions normales, il ne devrait pas y avoir d'écart marqué entre le rendement à long terme d'un vaste éventail de fonds ISR et celui d'un vaste univers de fonds de placement traditionnels à mandat comparable³. Ce point de vue se fonde sur trois prémisses :

1. dans la mesure où elle est fondée sur une méthode dite des « meilleurs du secteur », l'application de filtres ESG dans le processus d'investissement réduit l'univers de placement de façon aléatoire (voir l'encadré) ;
2. le nombre de titres éliminés du fait de l'application de filtres ESG est peu élevé ;
3. la réduction de l'ensemble de placements n'entraîne pas une perte d'efficacité importante dans les portefeuilles issus de cet ensemble.

« MEILLEURS DU SECTEUR » POUR LES CRITÈRES ESG

Plutôt que d'exclure toutes les sociétés d'un secteur jugé « mauvais », tel que celui des mines, la méthode des « meilleurs du secteur » retient celles dont les pratiques ESG générales ou particulières sont supérieures à celles de leur groupe de pairs.

Les tenants de ce point de vue ont délaissé les débats idéologiques visant à déterminer si les fonds ISR devraient offrir des rendements supérieurs ou inférieurs à ceux des fonds de placement traditionnels. Ils croient plutôt qu'on ne devrait pas s'attendre à des écarts de rendement et que les avantages de l'ISR dépendent entièrement des attentes des investisseurs individuels. Selon ce point de vue, l'ISR n'implique pas de dilemme entre la conscience et le portefeuille ; il constitue plutôt une approche de placement légitime susceptible de produire un rendement comparable à celui des fonds de placement qui n'appliquent pas officiellement les principes d'ISR.

Au bout du compte, la question de savoir si les portefeuilles ISR dégagent des rendements semblables à ceux des portefeuilles traditionnels est empirique. Les principales recherches sur cette question ont été menées selon quatre démarches :

- **Comparaison d'indices** – comparaison du rendement des indices ISR à celui des indices traditionnels.
- **Comparaison de fonds communs de placement** – comparaison du rendement des fonds ISR à celui des fonds de placement traditionnels ou d'indices du marché.
- **Portefeuilles hypothétiques** – comparaison du rendement de portefeuilles hypothétiques de sociétés très bien notées par rapport aux critères ESG à celui de portefeuilles hypothétiques de sociétés moins bien notées.

- **Rendement des sociétés** – comparaison du rendement financier de sociétés bien notées en matière de responsabilité sociale à celui de sociétés moins bien notées.

Le reste du présent rapport donne un aperçu des principales conclusions tirées des recherches empiriques réalisées sous chacun de ces angles. La principale conclusion qui se dégage de ces nouveaux travaux demeure la même : l'investissement socialement responsable n'entraîne pas de rendements inférieurs.

Comparaison des indices

Un indice est un ensemble de titres créé pour représenter un marché ou une catégorie d'actif en particulier. Citons par exemple l'indice composé S&P/TSX, un regroupement d'environ 250 sociétés représentant le marché boursier canadien, et l'indice S&P 500, qui regroupe 500 sociétés représentant le marché boursier américain. Même si leurs règles de composition diffèrent, les principaux indices présentent deux caractéristiques importantes :

- i. la pondération des titres à grande capitalisation dans l'indice est supérieure à celle des titres à petite capitalisation ;
- ii. la composition de l'indice est ajustée régulièrement, en fonction des décisions d'un comité de surveillance ou de règles préétablies.

« La principale conclusion qui se dégage de ces nouveaux travaux demeure la même : l'investissement socialement responsable n'entraîne pas de rendements inférieurs. »

Les indices boursiers répondent à plusieurs besoins, l'un des plus importants étant de permettre aux gestionnaires de placements de comparer leur rendement à celui du marché en général. Au cours des dernières décennies, le nombre d'indices offerts aux investisseurs a fortement augmenté, y compris ceux qui sont axés sur l'ISR.

Créé en mai 1990, l'indice social Domini 400 (désormais connu sous le nom d'indice social MSCI KLD 400) a été le premier indice à mesurer le rendement d'un grand éventail d'actions de sociétés socialement responsables aux États-Unis. Plusieurs autres indices ISR ont vu le jour depuis, dont les suivants :

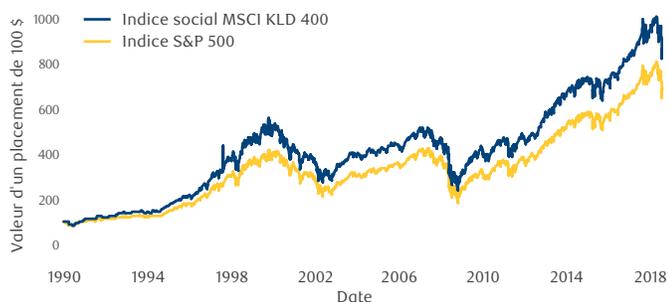
- Indice international socialement responsable Calvert (2011)
- Indice de titres de base de sociétés américaines à grande capitalisation socialement responsables Calvert (2003)

³ « Exploration of the Cross-Sectional Return Distributions of Socially Responsible Investment Funds », 2014. Auteurs : Du et coll. Accessible à https://www.envestnet.com/files/Campaigns/PMC-SRI-TrustedAdvisor/images/SRI_journalArticle_elsevier_v20140731.pdf

- Indice DJSI Marchés émergents (2013)
- Indice composite DJSI Amérique du Nord (1998)
- Indice DJSI Monde (1999)
- Indice FTSE4Good (2001)
- Indice des 30 meilleures sociétés socialement responsables FTSE/JSE (2015)
- Indice social Jantzi (2000)
- Indice social MSCI KLD 400 (1990)
- Indice ISR MSCI Monde tous les pays (2011)
- Indice ISR MSCI Marchés émergents (2011)
- Indice ISR MSCI Monde (2007)
- Indice de sociétés socialement et environnementalement responsables S&P 500 (2015)
- Indice mondial des leaders ESG STOXX® (2011)
- Indice mondial à pondération égale, dividendes élevés et faible volatilité ESG Thomson Reuters iX (2004)

L'une des façons de déterminer si l'ISR entraîne des rendements inférieurs est de comparer la performance d'un indice ISR à celle d'un indice traditionnel similaire. Les graphiques ci-dessous illustrent cette comparaison pour les États-Unis, le Canada et le monde. Dans tous les cas, l'indice ISR a dégagé un rendement semblable à celui de son homologue traditionnel.

Figure 1 : Comparaison d'indices américains
Indice social MSCI KLD 400 et S&P 500



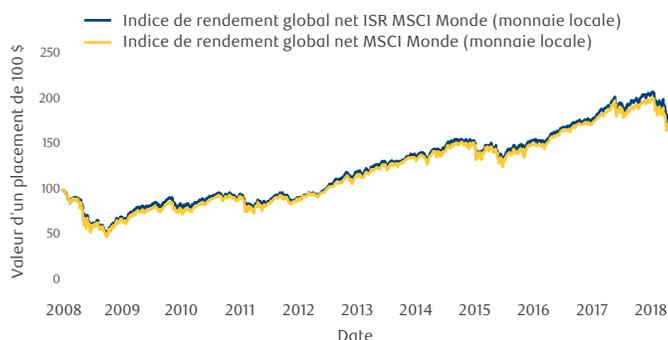
Source : Bloomberg (2019)

Figure 2 : Comparaison d'indices canadiens
Indice social Jantzi et S&P/TSX 60



Source : Bloomberg (2019)

Figure 3 : Comparaison d'indices mondiaux
ISR MSCI Monde et MSCI Monde



Source : Bloomberg (2019)

L'utilisation d'indices ISR a l'avantage d'éliminer les effets de facteurs tels que les coûts et le moment des opérations, et les compétences des gestionnaires, qui devront faire l'objet d'une étude semblable des fonds communs de placement ISR. Aussi, les indices ISR peuvent être comparés à des indices traditionnels qui sont bien connus des investisseurs individuels et institutionnels⁴.

Une simple comparaison du rendement d'un indice ISR à celui d'un indice de placement traditionnel comparable, bien qu'attrayante à première vue, ne suffit cependant pas à déterminer si l'ISR offre des rendements meilleurs, similaires ou pires que ceux des placements traditionnels. Les différences relatives à la constitution de l'indice, au processus d'évaluation des critères ESG⁵, au style de

⁴ « Fama-French Models Application to the analysis of FTSE4GOOD, MSCI ESG and STOXX ESG Indices: Do SRI Indices have biases? », Université de Porto, 2017. Auteur : Pedro Gil Gonçalves Lima. Accessible à <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/108203/2/224407.pdf>

⁵ « Responsible Investing: Delivering competitive performance », Nuveen-TIAA Investments, 2017. Auteurs : Amy O'Brien, Lei Liao et Jim Campagna. Accessible à https://www.tiaa.org/public/pdf/ri_delivering_competitive_performance.pdf

gestion, au secteur d'activité et aux biais fondés sur la taille ou la croissance de l'entreprise⁶ peuvent avoir des effets considérables sur le rendement au cours de la période visée par la comparaison.

Pour cerner et prendre en considération ces biais connus, les auteurs des dernières études ont appliqué différents cadres, modèles et facteurs sectoriels, puis comparé les rendements au cours et en dehors des périodes de crise. Les conclusions de ces études sont les suivantes : de façon générale, les biais sont répandus, l'alpha est statistiquement insignifiant et l'écart de rendement entre les indices ISR et leurs homologues traditionnels est négligeable⁷. Même si elle n'est pas parfaite, la comparaison entre indices demeure un outil valable pour mesurer le rendement d'une stratégie ISR par rapport à celui d'une stratégie traditionnelle⁸.

Dans une étude de 2017, Nuveen-TIAA Investments a comparé les rendements de cinq indices ISR d'actions américaines (qui existent depuis plus de dix ans) à ceux des indices Russell 3000 et S&P 500. Les indices ISR retenus sont l'indice de titres de base de sociétés américaines à grande capitalisation socialement responsables Calvert, l'indice américain de durabilité Dow Jones, l'indice américain FTSE4Good, l'indice social MSCI KLD 400 et l'indice des leaders ESG MSCI États-Unis Marchés investissables. L'analyse n'a révélé aucune différence importante entre les rendements ; les écarts seraient aléatoires et non systématiques⁹.

D'autres études démontrent que l'indice social MSCI KLD 400 a surclassé l'indice S&P 500. Selon celle de Morgan Stanley, réalisée en 2015, l'indice social MSCI KLD 400 a enregistré de juillet 1990 à décembre 2014 un rendement annualisé de 10,14 %, contre 9,69 % pour l'indice S&P 500¹⁰. Même si elle semble négligeable, cette différence représente un rendement excédentaire cumulatif de 102,36 % entre 1990 et 2014.

Toujours selon l'étude, l'indice social MSCI KLD 400 a enregistré un rendement semblable à celui de son homologue traditionnel, l'indice MSCI États-Unis. Une étude publiée par Morningstar en 2016 démontre que, depuis sa création, l'indice social MSCI KLD 400 a surclassé l'indice S&P 500 (d'avril 1990 à septembre 2016)¹¹. Dans une autre étude publiée en 2016, Statman et Glushkov

ont comparé les rendements de l'indice social MSCI KLD 400 et de l'indice social Calvert à ceux de l'indice S&P 500 entre 1991 et 2012 en appliquant des modèles à quatre et à six facteurs. Encore une fois, l'étude n'a révélé aucun écart important entre les rendements des indices sur le plan statistique¹².

Enfin, l'Association pour l'investissement responsable du Canada a comparé le rendement de l'indice social Jantzi depuis sa création (de janvier 2000 à mai 2018) à ceux de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P/TSX 60. L'Association a également comparé le rendement de l'indice ISR MSCI Monde depuis sa création (de septembre 2007 à mai 2018) à celui de l'indice MSCI Monde. Dans les deux cas, les indices ISR ont surpassé leurs homologues traditionnels¹³.

Le *Journal of Business Ethics* (2017) a publié une étude qui pousse la comparaison entre indices encore plus loin. Les auteurs ont analysé différentes études qui cherchaient à déterminer s'il existait des différences importantes entre le rendement des indices ISR et celui des indices traditionnels. Ils ont conclu que les différences, le cas échéant, étaient négligeables. Les auteurs ont poussé leurs recherches pour tenter de répondre aux préoccupations des investisseurs, selon lesquelles l'ISR réduit l'univers de placement, la diversification et, par extension, les possibilités d'atténuer les risques. À cette fin, ils ont analysé les rendements et la volatilité des indices de durabilité Dow Jones de l'Amérique du Nord, de l'Europe et de la région Asie-Pacifique. Ils ont constaté qu'un portefeuille reproduisant les indices de durabilité Dow Jones de l'Amérique du Nord et de la région Asie-Pacifique dégagait de meilleurs résultats du point de vue du compromis risque-rendement qu'une stratégie fondée simplement sur des filtres ISR ou même que des indices traditionnels¹⁴.

De nombreuses études prouvent que les indices boursiers ISR ne sont pas à la traîne des indices boursiers traditionnels. Même si elles sont peu nombreuses, il existe quelques études comparatives sur les indices qui portent sur les autres catégories d'actif. Barclays a publié en 2016 un rapport qui tentait de déterminer les effets de l'ISR sur le rendement des obligations de sociétés¹⁵. Barclays a créé différents indices ISR, notamment les suivants :

⁶ « Fama-French Models Application to the analysis of FTSE4GOOD, MSCI ESG and STOXX ESG Indices: Do SRI Indices have biases? », Université de Porto, 2017. Auteur : Pedro Gil Gonçalves Lima. Accessible à <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/108203/2/224407.pdf>

⁷ *ibid.*

⁸ « Responsible Investing: Delivering competitive performance », Nuveen-TIAA Investments, 2017. Auteurs : Amy O'Brien, Lei Liao et Jim Campagna. Accessible à https://www.tiaa.org/public/pdf/ri_delivering_competitive_performance.pdf

⁹ *ibid.*

¹⁰ « Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies », Institute for Sustainable Investing, Morgan Stanley, 2015. Accessible à <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-performance-potential>

¹¹ « Sustainable Investing Research Suggests No Performance Penalty », Morningstar, 2016. Auteur : Jon Hale. Accessible à http://video.morningstar.com/ca/170717_SustainableInvesting.pdf

¹² « Classifying and Measuring the Performance of Socially Responsible Mutual Funds », *Journal of Portfolio Management*, hiver 2016. Auteurs : Meir Statman et Denys Glushkov. Accessible à http://www.hillsdaleinv.com/portal/uploads/Classifying_and_Measuring_the_Performance_of_Socially_Responsible_Mutual_Funds.pdf

¹³ « Busting the RI Performance Myth », Association pour l'investissement responsable du Canada, 2018. Auteur : Dustyn Lanz. Accessible à https://www.investmentexecutive.com/inside-track/_dustyn-lanz/busting-the-ri-performance-myth/

¹⁴ « Improving Diversification Opportunities for Socially Responsible Investors », *Journal of Business Ethics*, volume 140, numéro 2, 2017. Auteurs : María del Mar Miralles-Quirós et José Luis Miralles-Quirós. Accessible à <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-015-2691-4>

¹⁵ « Sustainable investing and bond returns », Barclays Bank PLC, 2016. Auteurs : Albert Desclée, Lev Dynkin, Jay Hyman et Simon Polbennikov. Accessible à <https://www.investmentbank.barclays.com/content/dam/barclaysmicrosites/ibpublic/documents/our-insights/esg/barclays-sustainable-investing-and-bond-returns-3.6mb.pdf>

- un indice ISR d'obligations de sociétés qui a recours à un tri négatif pour exclure les sociétés dans les secteurs du tabac, de l'alcool, du jeu, du divertissement pour adultes, de l'énergie nucléaire, des organismes génétiquement modifiés, de la recherche sur les cellules souches, des armes à feu et des systèmes d'armes ;
- un indice de durabilité qui emploie un tri positif, soit une présélection positive des titres selon les notes ESG ;

Barclays a comparé les rendements historiques des indices à ceux de l'indice des titres de sociétés américaines de catégorie investissement Bloomberg Barclays. À première vue, les deux indices ISR semblent être distancés par l'indice de référence choisi. Par contre, cette contre-performance découle en partie de biais systématiques et n'ayant pas de lien avec les critères ESG. Une fois ces biais corrigés, l'étude a fait état d'une corrélation positive entre les rendements et le filtre positif de l'indice de durabilité. Des portefeuilles hypothétiques fondés sur des filtres ESG positifs (aux degrés d'intensité variables) ont aussi été créés. Dans l'ensemble, l'étude a démontré que l'application d'un filtre ESG positif à un portefeuille de titres de créance de catégorie investissement ne minait pas les résultats et qu'elle pouvait même les rehausser¹⁶.

Ces conclusions concordent avec celles des études précédentes, ce qui indique qu'en suivant des indices ISR généraux, un investisseur peut mettre en œuvre une stratégie ISR sans renoncer au rendement.

Comparaison de fonds communs de placement

Pour déterminer si l'ISR réduisait les rendements, d'autres études ont comparé les rendements des fonds communs de placement ISR à ceux de fonds communs de placement ou d'indices traditionnels. Leur analyse est difficile parce qu'elles se sont limitées à des régions précises et qu'il existe un vaste éventail de fonds considérés comme « ISR »¹⁷. Nous assistons à une croissance importante des actifs sous gestion investis conformément à des stratégies ISR¹⁸. Compte tenu de l'enrichissement croissant des milléniaux et des femmes (qui disent privilégier les placements cadrant avec leurs valeurs)¹⁹, certains fonds prennent l'appellation « ISR » pour attirer des investisseurs socialement engagés *sans nécessairement adopter concrètement les principes ISR*.

De plus, certains éléments révèlent des similitudes croissantes entre les titres composant les fonds ISR et ceux composant les fonds traditionnels, étant donné que ces derniers réduisent leurs placements dans les secteurs délicats sur le plan social et généralement exclus des fonds ISR²⁰. La constitution d'un groupe de référence approprié de fonds communs de placement traditionnels constitue également un défi. Plusieurs études ont été réalisées malgré ces difficultés d'ordre méthodologique. Les principales conclusions de certaines de ces études sont présentées à la figure 4.

Figure 4 : Résumé des études sur les fonds ISR

Étude	Pays	Données	Période	Principales conclusions pour les fonds ISR
Amene, Sourd (2008)	France	62 fonds ISR par rapport aux indices traditionnels	De janvier 2002 à décembre 2007	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucun écart de rendement important
Areal, Cortez, Silva (2010)	États-Unis	38 fonds ISR par rapport au Vice Fund et à l'indice S&P 500	D'octobre 1993 à septembre 2009	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds ISR ont offert de meilleurs rendements en période de crise. ▪ Preuves de rendements supérieurs et inférieurs
Asmundson, Foerster (2001)	Canada	2 fonds ISR par rapport à l'indice TSE 300	De janvier 1990 à décembre 1999	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Preuves de rendements supérieurs et inférieurs ▪ Risque inférieur
Auer, Schuhmacher (2015)	Asie-Pacifique, États-Unis et Europe	Analyse de 12 études comparant le rendement de fonds ISR à celui de fonds traditionnels	De 1990 à 2013	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucun désavantage évident des fonds ISR sur le plan du rendement
Bauer, Koedijk, Otten (2002)	Allemagne, Royaume-Uni et États-Unis	103 fonds ISR et 4 384 fonds communs de placement traditionnels	De janvier 1990 à mars 2001	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Preuves de rendements supérieurs et inférieurs ▪ Preuve d'un effet d'apprentissage (contre-performance des jeunes fonds, aucun écart de rendement pour les fonds bien établis)

¹⁶ ibid.

¹⁷ « Do socially (ir)responsible investments pay? », *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Volume 59, 2016. Auteurs : Benjamin R. Auer et Frank Schuhmacher. Accessible à <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1062976915000770>

¹⁸ « SRI Funds – Expect Increase », Seeking Alpha, 2017. Auteur : Pierce Halsted. Accessible à <https://seekingalpha.com/article/4093261-sri-funds-expect-increase>

¹⁹ « Sustainable Signals », Institute for Sustainable Investing, Morgan Stanley, 2015. Accessible à https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf

²⁰ « Fama-French Models Application to the analysis of FTSE4GOOD, MSCI ESG and STOXX ESG Indices: Do SRI Indices have biases? », Université de Porto, 2017. Auteur : Pedro Gil Gonçalves Lima. Accessible à <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/108203/2/224407.pdf>

Étude	Pays	Données	Période	Principales conclusions pour les fonds ISR
Bauer, Guenster, Koedijk (2006)	Canada	8 fonds éthiques et 267 fonds communs de placement traditionnels	De janvier 1994 à janvier 2003	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucun écart de rendement important
Bauer, Otten, Tourani Rad (2005)	Australie	25 fonds communs de placement en actions éthiques et 281 fonds traditionnels	De novembre 1992 à avril 2003	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucun écart de rendement important
Becchetti, Ciciretti, Dalo, Herzel (2014)	Monde, Amérique du Nord, Europe, Asie-Pacifique hors Japon et Chine	1 213 fonds ISR et 21 860 fonds traditionnels	De janvier 1992 à avril 2012	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucune prédominance évidente d'un style de placement par rapport à l'autre ▪ En règle générale, les fonds ISR ont mieux fait que les fonds traditionnels après la crise financière mondiale. ▪ Rien n'indique que le rendement des fonds ISR souffre de leur diversification moindre
Bello (2005)	États-Unis	42 fonds ISR et 84 fonds traditionnels	De janvier 1994 à mars 2001	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les rendements ajustés au risque des fonds ISR ne se distinguent pas des rendements des fonds traditionnels ▪ Aucune différence entre les caractéristiques des fonds des deux groupes
Cortez, Silva, Areal (2009)	États-Unis, Autriche, Belgique, France, Allemagne, Italie, Pays-Bas et Royaume-Uni	39 fonds communs de placement du marché européen et 7 fonds communs de placement américains par rapport aux indices traditionnels et ISR	D'août 1996 à août 2008	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pas d'écart de rendement important pour les fonds européens ▪ Preuves de contre-performance des fonds américains et autrichiens
Derwall, Koedijk (2005)	États-Unis	8 fonds d'obligations ISR	De 1987 à 2003	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rendement des fonds d'obligations ISR semblable ou supérieur à celui des fonds d'obligations traditionnels ▪ Rendements semblables en période d'expansion économique et nettement supérieurs en période de repli économique
Derwall, Koedijk (2008)	États-Unis	15 fonds communs de placement en obligations ISR et 9 fonds communs de placement équilibrés comparés à leurs homologues traditionnels	De 1987 à 2003	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rendements supérieurs ▪ Pas de résultats statistiquement importants ▪ Les frais des fonds ISR n'ont pas entraîné de rendement inférieur
Du, Thomas, Zvingelis (2014)	International	9 840 fonds communs de placement et 231 fonds communs de placement ISR	De 1980 à 2013	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucun écart de rendement entre les fonds ISR et non ISR sur le plan de la moyenne transversale ▪ L'inclusion des autres quartiles supérieurs ou inférieurs à la moyenne démontre un écart de rendement
Friede, Busch, Bassen (2015)	International	Preuves empiriques rassemblées à partir de plus de 2 200 études primaires uniques (dont 238 sur des fonds)	De 1997 à 2015	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les investisseurs de fonds communs de placement ISR peuvent s'attendre à des rendements comparables à ceux des fonds communs de placement traditionnels
Geczy, Stambaugh, Levin (2003)	États-Unis	35 fonds ISR sans frais d'acquisition et 859 fonds communs de placement traditionnels sans frais d'acquisition	De juillet 1963 à décembre 2001	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rendements inférieurs ▪ Écart important dans certaines conditions
Gil-Bazo, Ruiz-Verdu, Santos (2008)	États-Unis	86 fonds communs de placement ISR et 1 761 fonds traditionnels	De 1997 à 2005	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rendement ajusté au risque supérieur avant et après déduction des frais

Étude	Pays	Données	Période	Principales conclusions pour les fonds ISR
Hale (2016)	International	25 000 observations sur des fonds socialement responsables par rapport à l'univers des fonds	De 2002 à septembre 2016	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rendements ajustés au risque comparables ▪ La différence se résume à un rendement légèrement supérieur
Hebb (2015)	Canada	47 fonds communs de placement ISR en actions, 10 en titres à revenu fixe et 12 équilibrés à revenu fixe par rapport à leurs indices de référence respectifs	Données sur 1, 3, 5 et 10 ans pour le mois terminé le 31 mars 2015	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds ISR en actions dépassent l'indice de référence 63 % du temps tout en réduisant le risque du portefeuille ▪ Les fonds ISR à revenu fixe et équilibrés surclassent l'indice de référence 67 % du temps et le risque est conforme à celui d'autres fonds canadiens classés dans les mêmes catégories d'actif
Hoepner, Nilsson (2015)	International	122 fonds ISR à revenu fixe	D'octobre 2000 à avril 2013	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds ISR ont dégagé des rendements supérieurs à la moyenne et présentent un risque plus faible et un rapport risque-rendement plus élevé par rapport aux fonds traditionnels ▪ Les fonds ISR qui investissent à la fois dans des obligations de sociétés et d'État font nettement mieux que les fonds ISR qui investissent strictement dans un des deux types d'obligations
Kreander, Gray, Power, Sinclair (2005)	Europe	30 fonds ISR appariés à 30 fonds non ISR semblables	De janvier 1995 à décembre 2001	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aucune différence dans le rendement ajusté au risque
Leite, Cortez (2016)	France, Allemagne et Royaume-Uni	63 fonds ISR à revenu fixe et 189 fonds traditionnels	De février 2002 à décembre 2014	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds ISR d'obligations français offrent un rendement semblable ▪ Les fonds ISR d'obligations allemands dégagent un rendement légèrement supérieur ▪ Les fonds ISR d'obligations britanniques sont à la traîne ▪ Les fonds ISR d'obligations des pays de la zone euro dégagent un rendement supérieur à celui des fonds traditionnels en période d'expansion et des rendements comparables ou supérieurs en période de récession
Lean, Ang, Smyth (2014)	Amérique du Nord et Europe	500 fonds ISR européens et 248 fonds ISR nord-américains par rapport à l'indice de référence	De janvier 2001 à décembre 2011	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds ISR dépassent l'indice de référence en Europe et en Amérique du Nord
Liang (2012)	Canada	28 fonds éthiques canadiens par rapport à l'indice TSX	De janvier 2008 à mars 2012	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les fonds éthiques ont tendance à afficher des rendements inférieurs de 4 % à ceux du marché. ▪ Les fonds éthiques à revenu fixe canadiens dépassent de 5 % le rendement du marché
Lima (2017)	Monde	80 études empiriques qui comparent le rendement de produits ISR à celui de placements traditionnels	De 1993 à 2016	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Selon la plupart des études, les fonds ISR offrent des rendements semblables à ceux de fonds traditionnels ▪ Rien n'indique que les fonds ISR sont moins diversifiés que les placements traditionnels ▪ Aucune preuve que les aptitudes de synchronisation des gestionnaires de fonds ISR sont inférieures à celles des gestionnaires de fonds traditionnels
Magnier, Luchet, Schaff (2008)	Europe, Amérique du Nord, Australie et Asie	171 fonds communs de placement ISR comparés à des indices et à des fonds non ISR	D'octobre 2006 à octobre 2008	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pas d'écart de rendement important ▪ Les fonds ayant recours à une présélection positive et qui n'utilisent pas de critères d'exclusion ont obtenu un rendement supérieur à ceux qui en utilisent
Matallín-Sáez, Soler-Domínguez, Tortosa-Ausina (2016)	Europe, États-Unis et Canada	1 587 fonds ISR d'actions	De janvier 2000 à juin 2013	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rendement des fonds communs de placement ISR équivalent à celui des fonds communs de placement traditionnels

Étude	Pays	Données	Période	Principales conclusions pour les fonds ISR
Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (2015)	États-Unis	118 fonds d'actions et 31 fonds à revenu fixe employant une stratégie active « socialement responsable » par rapport à des fonds traditionnels de même catégorie d'actif	De 2007 à 2014	<ul style="list-style-type: none"> 64 % des fonds communs de placement durable en actions ont dégagé des rendements médians égaux ou supérieurs à ceux des fonds traditionnels 64 % des fonds communs de placement durable en actions ont connu une volatilité égale ou inférieure à celle des fonds traditionnels Le rendement des fonds ISR à revenu fixe a été semblable à celui des fonds traditionnels à revenu fixe
Nakai, Yamaguchi, Takeuchi (2016)	Japon	62 fonds ISR japonais et 2 136 fonds traditionnels	De février 2008 à septembre 2008	<ul style="list-style-type: none"> Les fonds ISR ont dégagé un rendement supérieur à celui des fonds traditionnels au cours de la crise financière mondiale
Nofsinger, Varma (2014)	États-Unis	240 fonds communs de placement en actions de catégorie ISR	De janvier 2000 à décembre 2011	<ul style="list-style-type: none"> Les fonds ISR ont surclassé les fonds traditionnels durant les crises du marché (l'écart est encore plus prononcé pour les fonds qui utilisent un tri positif). Les fonds ISR tirent de l'arrière en dehors des périodes de crise
Rathner (2012)	International	25 études de comparaison des fonds ISR par rapport aux fonds traditionnels	De 1981 à 2008	<ul style="list-style-type: none"> Dans 75 % des cas, les comparaisons ne révèlent aucun écart de rendement important Les comparaisons ont révélé des écarts de rendement importants (supérieurs ou inférieurs) dans la même proportion
Revelli, Viviani (2015)	International	85 études et 190 expériences comparant des portefeuilles ISR à des portefeuilles traditionnels	De 1972 à 2012	<ul style="list-style-type: none"> Aucun effet positif ou négatif
Scholtens (2005)	Pays-Bas	12 fonds ISR comparés à des indices ISR et non ISR	De novembre 2001 à avril 2003	<ul style="list-style-type: none"> Performance légèrement meilleure des fonds ISR par rapport à l'indice Légère contre-performance des fonds ISR par rapport aux fonds non ISR Pas de résultat statistiquement important
Schroeder (2003)	Allemagne, États-Unis et Royaume-Uni	30 fonds américains, 16 fonds allemands et suisses, et 10 indices ISR	Antécédents d'au moins 30 mois avant 2002	<ul style="list-style-type: none"> Pas d'écart de rendement important Certains fonds ISR ont affiché des rendements à peine supérieurs
Sourd (2012)	France	87 fonds ISR par rapport à des indices efficients et pondérés en fonction de la capitalisation	De janvier 2008 à décembre 2011	<ul style="list-style-type: none"> Résultats pour la plupart négligeables Les valeurs significatives ont été négatives Les indices de référence efficients ont été surpassés moins souvent
Statman, Glushkov (2016)	États-Unis	5 786 fonds communs de placement, dont des fonds socialement responsables et traditionnels	De janvier 1992 à juin 2012	<ul style="list-style-type: none"> Pas d'écart de rendement important
Torres, Cerqueira, Brandao (2013)	Autriche, Belgique, France, Allemagne, Luxembourg, Pays-Bas, Suisse et Royaume-Uni	80 fonds ISR par rapport à des indices de référence ISR ou n'appliquant pas de tri	De janvier 2002 à décembre 2010	<ul style="list-style-type: none"> Les investisseurs peuvent filtrer leurs placements en fonction de critères sociaux sans nuire à leurs rendements financiers

Depuis toujours, les données empiriques sont contrastées. Ce phénomène pourrait s'expliquer entre autres par les effets de la méthode de tri sur le rendement. Selon les premières études, il existe une relation curviligne entre le nombre de filtres employés par un fonds et le rendement financier de ce dernier²¹. Essentiellement, lorsque le nombre de filtres augmente, le rendement du fonds diminue d'abord et commence à s'accroître par la suite²². Lorsqu'un nombre restreint de filtres est appliqué, moins d'entreprises du portefeuille sont retirées du portefeuille, ce qui a peu d'incidence sur le rendement. Plus le nombre de filtres augmente, plus le nombre de sociétés qui sont supprimées du portefeuille est grand. La diversification est donc moindre, ce qui nuit au rendement. Cependant, quand un certain nombre de filtres est atteint, les sociétés qui restent en portefeuille sont de qualité supérieure et affichent un risque inhérent moindre ; par conséquent, le rendement s'améliore²³.

Cette hypothèse est appuyée par bon nombre d'études citées à la figure 4. Magnier et coll. (2008) ont constaté que les fonds ayant recours à une présélection positive et qui n'utilisent pas de critères d'exclusion ont obtenu un rendement supérieur à celui des fonds ISR qui excluaient certains secteurs d'activité. Cortez, Silva et Areal (2009) ont découvert que les fonds communs de placement ISR avaient offert des rendements supérieurs en Europe par rapport aux États-Unis. Selon les auteurs, ces écarts s'expliqueraient par des différences sur le plan du style d'investissement ISR. En général, l'approche européenne était fondée sur des critères de tri positif, alors que l'approche américaine était davantage axée sur le tri négatif ou sur les exclusions.

Un titre du vice fait référence à une société œuvrant dans un secteur d'activité considéré comme non éthique ou immoral (p. ex. alcool, tabac, jeu, pornographie ou fabrication d'armes).

Statman et Glushkov (2016) ont publié une importante étude confirmant que la méthode de tri a un effet sur le rendement et répondant à une question clé liée à la comparaison entre les fonds communs de placement ISR et traditionnels. Les auteurs ont créé leur propre système de classification des fonds communs de placement pour répondre aux préoccupations suivantes :

- Il existe une très grande diversité parmi les fonds ISR (ils peuvent trier les titres du « vice », exclure les sociétés de combustibles fossiles, appliquer des filtres d'exclusion fondés sur les « valeurs catholiques » ou faire appel uniquement au tri positif).

- Certains fonds qui se disent « ISR » ne le sont pas vraiment.
- Certains fonds traditionnels qui présentent des caractéristiques ISR ne sont pas inclus dans les études empiriques du fait qu'ils ne se disent pas « ISR ».

Les auteurs se sont penchés sur les bêta découlant de l'opposition entre le haut et le bas du classement (TMB) ou entre l'acceptation et l'exclusion (AMS) pour trouver des fonds communs de placement socialement responsables, sans égard à leur appellation « ISR ». Voici ce qu'ils ont constaté :

- Les fonds dont le facteur TMB est élevé ont dégagé plus d'alpha (0,55 %). Un bêta TMB élevé indique que les gestionnaires de fonds privilégient les titres bien cotés sur le plan de la responsabilité sociale (implicitement ou explicitement).
- Les fonds dont le facteur AMS est élevé ont dégagé moins d'alpha (-0,36 %). Un bêta AMS élevé signifie que les gestionnaires de fonds excluent les titres du vice (encore une fois implicitement ou explicitement).

« Ces nouvelles études apportent un argument de plus en faveur de la théorie selon laquelle la méthode de tri influe sur le rendement. »

Il en ressort que l'ISR nuit au rendement lorsqu'il consiste à exclure des sociétés (tri négatif), mais y contribue lorsque les investisseurs privilégient des sociétés bien cotées sur le plan des critères ESG (tri positif). Si l'on utilise à la fois les tris positif et négatif, leurs effets se contrebalancent et n'entraînent donc aucun écart de rendement. De même, selon une étude de Morningstar parue en 2016, les exclusions ISR pourraient nuire au rendement, alors que le tri positif l'améliore. Lorsqu'un fonds utilise les deux types de tri à la fois, leurs effets positifs et négatifs s'annulent et, au final, le rendement n'est pas touché. Ces nouvelles études apportent un argument de plus en faveur de la théorie selon laquelle la méthode de tri (nombre, type et intensité des filtres) influe sur le rendement.

À première vue attrayantes, ces études semblent concilier les données contradictoires actuelles. Il sera cependant nécessaire de réaliser d'autres études de corroboration avant de tirer des conclusions. De façon générale, les données portant à croire que les fonds ISR dégagent systématiquement des rendements inférieurs à ceux des fonds communs de placement traditionnels sont limitées. Aussi, même si les données démontrant que les fonds ISR surpassent les fonds traditionnels sont beaucoup plus nombreuses, leurs résultats ne sont pas unanimes.

²¹ « Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance », *Strategic Management Journal*, volume 27, numéro 11, 2006. Auteurs : Barnett et Solomon. Accessible à https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885950

²² ibid.

²³ « The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter? », rapport de la Finance and Corporate Governance Conference de 2011. Auteurs : Blancard et Monjon. Accessible à https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1734764

Force est de constater que le nombre de fonds négociés en bourse (FNB) ISR est en pleine croissance. Dans l'avenir, les FNB ISR pourraient représenter un nouveau moyen de comparer le rendement des placements ISR à celui des placements traditionnels. Par contre, peu d'entre eux existent depuis suffisamment longtemps pour offrir des antécédents concluants. Les études de comparaison entre les FNB ISR et leurs homologues traditionnels sont embryonnaires. Malgré le petit nombre d'études empiriques, les premières données indiquent un écart de rendement peu marqué entre les FNB ISR et leurs versions originales n'employant pas de tri^{24,25}.

Comparaison des rendements de sociétés bien classées sur le plan de la responsabilité sociale aux rendements de sociétés moins bien classées

Un troisième volet de la recherche sur l'ISR est consacré à la création de portefeuilles hypothétiques de sociétés socialement responsables (triées en fonction de critères ESG), qui sont ensuite comparés à des portefeuilles ne faisant pas l'objet de tri. D'une étude à l'autre, les portefeuilles hypothétiques ne sont pas créés de la même façon. Ils résultent cependant d'une vaste gamme de filtres fondés entre autres sur les aspects suivants :

- la présélection positive selon les notes ESG ;
- les normes internationales ;
- les critères traditionnels liés aux titres du vice.

Dans une étude de 2016 relative aux effets du tri sur le rendement, le risque et la diversification, Arabesque a élaboré six portefeuilles socialement responsables. Quatre d'entre eux avaient été créés à l'aide d'une présélection positive fondée sur les notes ESG et selon les facteurs suivants :

- données de Sustainalytics ;
- conformité avec le Pacte mondial des Nations Unies (UNGC), initiative volontaire en vertu de laquelle les chefs de la direction d'entreprises s'engagent à appuyer les objectifs de l'ONU et à appliquer dix principes de durabilité (axés sur les droits de la personne, le travail, l'environnement et la lutte contre la corruption) ;
- élan ESG (qui permet d'inclure les sociétés qui tentent d'améliorer leurs pratiques ESG, même lorsqu'elles ont été initialement exclues en raison de faibles notes ESG par rapport à leurs pairs).

L'étude a mesuré le rendement ajusté au risque sur six ans. Voici ce qu'elle a permis de constater :

- Les portefeuilles mondiaux découlant d'une présélection positive des sociétés des tranches supérieures de 10 % ou de 25 % ont rapporté respectivement 0,30 % et 0,21 % de plus

que les portefeuilles ne faisant pas l'objet d'un tri. Ce tri a exclu les sociétés des tranches inférieures de 10 % ou de 25 %, compte tenu de leurs notes ESG par rapport à leurs pairs.

- Le portefeuille mondial de titres des marchés développés découlant d'une présélection positive des sociétés de la tranche supérieure de 10 % a surclassé de 0,15 % le rendement du portefeuille ne faisant pas l'objet d'un tri.
- Le portefeuille mondial de titres des marchés développés découlant d'une présélection positive des sociétés de la tranche supérieure de 25 % a enregistré un rendement inférieur de 0,01 % à celui du portefeuille ne faisant pas l'objet d'un tri.
- Somme toute, il existe une corrélation de 99,8 % entre les rendements mensuels des portefeuilles mondiaux ne faisant pas l'objet d'un tri et ceux des portefeuilles découlant d'une présélection des sociétés des tranches supérieures de 10 % ou de 25 % .

« De façon générale, l'étude a révélé que, dans trois des quatre portefeuilles découlant d'un tri, l'augmentation du risque par rapport aux portefeuilles ne faisant pas l'objet d'un tri était compensée par l'augmentation de l'alpha. »

L'étude a ensuite comparé les niveaux de risque des deux types de portefeuille. Elle a révélé que trois des quatre portefeuilles résultant d'un tri ont dégagé un rendement ajusté au risque supérieur à celui de leurs homologues n'appliquant pas de tri. Selon les auteurs, le rendement supérieur des deux portefeuilles mondiaux découlant d'un tri est attribuable aux sociétés européennes et nord-américaines, et le tri selon les critères ESG dans les autres régions n'a pas d'effet sur le rendement. Ils avancent également que le rendement inférieur de l'un des quatre portefeuilles résultant d'un tri découle possiblement de la méthode de sélection.

Enfin, l'étude a évalué les effets du tri sur la diversification des portefeuilles. Cette évaluation est importante, car selon bon nombre de critiques de l'ISR le tri nuit à la diversification, augmente le risque et génère en définitive un rendement inférieur. De façon générale, l'étude a révélé que, dans trois des quatre portefeuilles découlant d'un tri, l'augmentation du risque par rapport aux portefeuilles ne faisant pas l'objet d'un tri était compensée par l'augmentation de l'alpha. Selon une autre étude concernant les ratios de diversification sur des périodes mobiles d'un an, le tri selon les critères ISR ne nuit pas en moyenne à la diversification²⁷.

²⁴ « Top 10 Socially Responsible ETFs », ETF.com, 2017. Auteur : Sumit Roy. Accessible à <https://www.justetf.com/uk/news/etf/an-introduction-to-social-responsibility-investing-with-etfs.html>

²⁵ « An introduction to Social Responsibility Investing with ETFs », Just ETF, 2018. Auteur : Dominique Riedl. Accessible à <https://www.justetf.com/uk/news/etf/an-introduction-to-social-responsibility-investing-with-etfs.html>

²⁶ « ESG for all? », Arabesque Partners, 2016. Accessible à <https://arabesque.com/2016/04/06/esg-for-all-the-impact-of-esg-screening-on-return-risk-and-diversification/>

²⁷ ibid.

En outre, selon certaines études, cet effet se limite à certains critères de responsabilité sociale. Une étude réalisée par Statman et Glushkov (2008)²⁸ a révélé qu'un portefeuille d'actions bien notées d'après un large éventail de caractéristiques de responsabilité sociale surpassait un portefeuille d'actions moins bien notées. Les facteurs ayant la corrélation la plus forte avec le rendement sont la collectivité, les relations avec les employés et l'environnement. Un portefeuille qui exclut les titres du vice a dégagé des rendements inférieurs à ceux d'un portefeuille traditionnel. Toutefois, le rendement supérieur du portefeuille de titres bien notés d'après les caractéristiques de responsabilité sociale et le rendement inférieur du portefeuille qui exclut les titres du vice s'annulent. Voilà qui appuie la théorie de l'« absence d'effet », selon laquelle les portefeuilles ISR génèrent des rendements comparables à ceux des portefeuilles traditionnels.

Dans une autre étude, UBS (2018) a créé des portefeuilles hypothétiques composés de sociétés socialement responsables. La principale variable indépendante de cette sélection est la satisfaction du personnel²⁹. D'après l'étude, un portefeuille de sociétés dont le degré de satisfaction du personnel était élevé a généré un rendement supérieur à celui du portefeuille d'origine et d'un portefeuille de sociétés dont le degré de satisfaction du personnel était faible.

Même si ce domaine de recherche continue de donner des résultats intéressants, de nouvelles analyses empiriques nous permettraient de mieux comprendre les facteurs qui stimulent le rendement des sociétés et qui améliorent les risques sociaux et environnementaux. Comme d'habitude, des résultats fondés sur d'autres ensembles de données et le rendement de portefeuilles réels seraient des avenues utiles dans ce domaine de recherche.

Performance sociale des entreprises

La quatrième méthode visant à déterminer si l'ISR influe sur le rendement des placements consiste à comparer le rendement financier de sociétés bien notées selon une ou plusieurs mesures de la responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) à celui de sociétés moins bien notées. Les adeptes de l'ISR soutiennent que les sociétés qui respectent des principes de responsabilité sociale devraient offrir un meilleur rendement financier. Voici quelques-uns des avantages que la RSE peut apporter :

- meilleure capacité d'attirer et de retenir les meilleurs employés ;
- avantages concurrentiels des technologies de production conçues pour éliminer les déchets ;
- main-d'œuvre productive ;

- augmentation des ventes et fidélisation des clients ;
- réduction des frais de contentieux ;
- réduction des coûts environnementaux ;
- accroissement de la valeur de la marque et meilleure réputation ;
- meilleure gestion des risques et des crises ;
- bonnes relations avec les gouvernements, les collectivités et d'autres parties prenantes.

Les détracteurs de l'ISR ne sont pas convaincus que la RSE procure des avantages substantiels aux sociétés. Ils croient également que même si ces avantages étaient démontrés, ils ne se traduiraient pas par un rendement financier supérieur. Ils affirment qu'au mieux, la RSE a un effet neutre, en ce sens qu'elle ne donne aucun avantage financier. Certains opposants à l'ISR vont jusqu'à affirmer que les sociétés socialement responsables affichent en réalité un rendement inférieur parce que la responsabilité sociale distrait la direction de son objectif principal : maximiser les bénéfices.

Il va sans dire que cette question a donné lieu à beaucoup de recherches universitaires. De nombreuses études empiriques ont tenté de déterminer la corrélation entre la RSE et le rendement financier d'une entreprise. Ces recherches peuvent être divisées en trois grandes catégories :

1. **Études de cas** – Ces études mesurent les effets d'un événement majeur lié à la RSE sur le rendement financier subséquent d'une société. Un « événement lié à la RSE » peut être positif (p. ex. obtention d'un prix pour une bonne gestion environnementale) ou négatif (p. ex. déversement d'un polluant ou rappel d'un produit).
2. **Analyses de régression transversale** – Ces analyses se penchent sur le lien entre un ou plusieurs indicateurs de la RSE et une ou plusieurs mesures du rendement financier.
3. **Études « anecdotiques »** – Ces études sont fondées sur des études de cas précis afin d'illustrer les bienfaits de la RSE pour les sociétés. Pour la plupart, ces analyses ont été parrainées ou préparées par des organismes non gouvernementaux visant à promouvoir l'adoption à grande échelle de la RSE et ont donc peu de valeur empirique.

Selon MSCI, une controverse ESG est un incident ou une situation continue touchant une société qui est accusée de se livrer à des agissements nuisibles à ses parties prenantes.

De façon générale, les études de cas révèlent que les controverses ESG nuisent au rendement. En 2017, MSCI a

²⁸ « The Wages of Social Responsibility », *Financial Analysts Journal*, volume 65, numéro 4, 2009. Auteurs : Meir Statman et Denys Glushkov. Accessible à <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v65.n4.5>

²⁹ « How does deployed human capital relate to future returns? », UBS Investment Research, 2018. Auteurs : Oliver Antrobus et coll.

réalisé une étude pour déterminer si de telles controverses avaient une incidence sur le rendement³⁰. Selon cette étude, les portefeuilles qui excluent un petit nombre de titres faisant l'objet des pires controverses enregistrent un rendement légèrement supérieur. Par contre, une exclusion englobant les titres faisant l'objet de controverses allant de moyennes à très grandes a une incidence négative sur le rendement du portefeuille. L'étude de MSCI révèle que les investisseurs socialement responsables peuvent trier les titres de leur portefeuille en fonction des controverses, tout en profitant de la quasi-totalité des possibilités sur le marché³¹.

Une étude réalisée par Bank of America Merrill Lynch en 2018³² (selon les données de Thomson Reuters et de MSCI) a analysé les notes ESG de 17 sociétés de l'indice S&P 500 qui ont déclaré faillite depuis 2005. Elle a révélé qu'au cours des cinq années précédant la faillite, les notes ESG de ces sociétés s'étaient considérablement détériorées. Elle a également démontré que si un investisseur avait détenu seulement des titres de sociétés ayant obtenu des notes ESG supérieures à la moyenne durant la période visée par l'étude, il aurait évité 15 des 17 faillites.

Enfin, Glossner (2018) a analysé les rendements d'actions de sociétés controversées selon les données de RepRisk³³. Il a constaté qu'un portefeuille composé de sociétés américaines controversées avait généré un rendement et un alpha anormalement négatifs oscillant entre -3,5 % et -3,7 % par année. Il a refait le même exercice avec un portefeuille de sociétés européennes controversées et a obtenu des résultats semblables : un rendement et un alpha anormalement négatifs oscillant entre -2,0 % et -2,9 % par année. L'auteur a conclu que, de façon générale, la faiblesse des pratiques RSE entraînait une diminution de la valeur pour les actionnaires en raison de l'augmentation du risque de nouveaux incidents liés aux critères ESG, qui nuit au rendement à long terme de la société. Par conséquent, il est possible d'améliorer le rendement d'un portefeuille en excluant les sociétés controversées.

Il existe de nombreuses analyses de régression transversale sur le lien entre la RSE et le rendement financier. Voici quelques recherches qui ont établi une corrélation entre les bonnes pratiques commerciales durables et le rendement :

- Arabesque Partners (évaluation de plus de 200 études, rapports sectoriels, articles de synthèse et livres de qualité)³⁴

- Revelli et Viviani (évaluation de 85 études et de 190 expériences)³⁵
- Deutsche Bank (évaluation de 56 recherches universitaires)³⁶
- Morgan Stanley (évaluation de trois études sectorielles et d'une méta-analyse de 190 des meilleures recherches universitaires)³⁷

VOICI LES FAITS SAILLANTS :

- ✓ Il existe une corrélation positive entre les bonnes pratiques de gouvernance et le rendement de l'action.
- ✓ Il existe une corrélation positive entre les bonnes pratiques environnementales et le rendement de l'action.
- ✓ Il existe une corrélation positive entre la satisfaction élevée des employés et le rendement de l'action.
- ✓ Le recours aux notes combinées sur la durabilité pour déterminer les effets sur le rendement a été avantageux.
- ✓ À moyen terme (de trois à cinq ans) et à long terme (de cinq à dix ans), les sociétés dont les notes ESG sont élevées dégagent des rendements supérieurs à ceux du marché.
- ✓ Les sociétés dont les notes ESG sont élevées engagent des coûts moins élevés pour la dette et les capitaux propres.
- ✓ Les bonnes pratiques ESG contribuent à la performance opérationnelle des sociétés.
- ✓ Au sein des portefeuilles boursiers, les facteurs liés à la RSE ne nuisent pas au rendement financier.
- ✓ Les sociétés qui mettent l'accent sur la durabilité gèrent plus efficacement les risques liés à l'environnement, aux finances et à la réputation, ce qui réduit la probabilité de fluctuations de leurs flux de trésorerie.

³⁰ MSCI, « Have corporate controversies helped or hurt performance? », 2017. Auteurs : Zoltan Nagy, Linda-Eling Lee et Meggin Thwing Eastman. Accessible à https://www.msci.com/www/research-paper/have-corporate-controversies/0759434360?utm_source=ESG&utm_medium=email&utm_campaign=esg_irri_survey_10_2017

³¹ *ibid.*

³² « ABCs of ESG », Bank of America Merrill Lynch, 2018. Auteurs : Savita Subramanian et coll. Accessible à https://www.bofam.com/content/dam/boamimages/documents/articles/ID18_0970/abcs_of_esg.pdf

³³ « The Price of Ignoring ESG Risks », Université catholique d'Eichstätt-Ingolstadt, 2018. Auteur : Simon Glossner. Accessible à <https://www.reprisk.com/content/5-publications/5-research/2-esg-risks-and-the-cross-section-of-stock-returns/executive-summary-the-price-of-ignoring-esg-risks.pdf>

³⁴ « From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance », Arabesque Partners, 2015. Accessible à https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf

³⁵ « Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? », *Business Ethics Journal*, 2014. Auteurs : Christophe Revelli et Jean Laurent Viviani. Accessible à <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/beer.12076>

³⁶ « Sustainable Investing », Deutsche Bank, 2012. Auteurs : Mark Fulton et coll. Accessible à https://www.db.com/cr/en/docs/Sustainable_Investing_2012.pdf

³⁷ « Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies », Institute for Sustainable Investing, Morgan Stanley, 2015. Accessible à <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-performance-potential>

Les conclusions qui précèdent sont pour la plupart confirmées par l'étude de Bank of America Merrill Lynch intitulée « ABCs of ESG » (2018)³⁸. Elle cherchait à déterminer si les notes ESG de MSCI, de Sustainalytics et de Thomson Reuters étaient des indicateurs d'alpha, de risque lié aux bénéfices futurs, de fluctuations futures des cours, de rendement des capitaux propres (RCP) futur et de révision du ratio cours/bénéfice (C/B) futur. Voici quelques-unes de ses conclusions :

- Les notes de MSCI ont été des indicateurs d'alpha au cours des quatre dernières années.
- Les notes de Sustainalytics ont été contradictoires sur le plan des rendements futurs, mais en règle générale elles ont bien prédit l'alpha négatif.
- De façon générale, les notes de Thomson Reuters ont été de bons indicateurs d'alpha.

Les notes de MSCI, de Sustainalytics et de Thomson Reuters ont toutes été d'excellents indicateurs de risque lié aux bénéfices futurs : les sociétés les mieux notées sur le plan des critères ESG ont connu moins de fluctuations des bénéfices par la suite.

De même, les notes ESG ont été des indicateurs de fluctuations futures des cours. Les notes ESG des trois fournisseurs prédisent bien cette volatilité, en ce sens que les sociétés les mieux notées avaient tendance à connaître beaucoup moins de fluctuations de cours. De plus, les trois types de note ont permis de prédire efficacement le RCP des sociétés, car celles qui ont obtenu les meilleures notes ont dégagé un RCP médian plus élevé que les sociétés des quintiles inférieurs dans le classement ESG.

Enfin, l'étude a permis de constater que les sociétés ayant les meilleures notes ESG selon MSCI et Sustainalytics ont vu leurs ratios C/B considérablement réévalués par rapport aux sociétés du quintile inférieur dans le classement ESG selon MSCI. De plus, les notes ESG de Thomson Reuters ont été efficaces pour prédire les chutes importantes de cours. Chez les sociétés dont le cours des actions a dégringolé sur une période de cinq ans, les notes ESG se situaient en moyenne au 47^e centile, alors que celles qui ont connu des baisses minimales au cours de la même période avaient des notes ESG qui s'établissaient en moyenne au 70^e centile.

Enfin, les conclusions de l'étude d'Empirical Research Partners réalisée en 2018³⁹ accréditent la thèse selon laquelle les bonnes notes ESG se traduisent par des rendements supérieurs. Cette étude est importante parce qu'elle a recours à un modèle de sélection de titres ESG qui tente de compenser l'indisponibilité des données utiles aux notes ESG. Ce modèle évalue les principaux paramètres ESG par secteur et attribue à chaque société une « cote directionnelle ESG » selon plusieurs critères ESG. Les chercheurs ont

également attribué une « cote d'information ESG » qui calcule le nombre de paramètres sur lesquels la société diffuse de l'information. Des données incomplètes ou manquantes (tout particulièrement sur les aspects environnementaux et sociaux) demeurent toujours une source de préoccupation chez les investisseurs socialement responsables.

Les titres ayant obtenu les meilleures « cotes directionnelles ESG » ont dépassé de 1,7 % les rendements annuels du marché. En revanche, les titres ayant obtenu les pires « cotes directionnelles ESG » ont dégagé des rendements annuels inférieurs de 3,4 % à ceux du marché. Les sociétés ayant les meilleures et les pires « cotes d'information ESG » affichent respectivement des écarts de rendement semblables par rapport au reste du marché.

L'étude visait également à isoler l'alpha supplémentaire généré par les critères ESG. Elle a signalé une corrélation importante entre les paramètres financiers traditionnels utilisés par les spécialistes de l'analyste fondamentale pour trouver des sociétés de bonne qualité et les notes ESG du modèle. Toutefois, en superposant le modèle ESG et le modèle de base (qui porte sur les paramètres financiers traditionnels), l'étude a révélé que les titres du premier quintile du modèle de base dégageaient des rendements supérieurs à celui du marché, sauf s'ils se trouvaient au dernier quintile selon leurs notes ESG.

L'étude visait également à isoler l'alpha supplémentaire généré par les critères ESG. Elle a signalé une corrélation importante entre les paramètres financiers traditionnels utilisés par les spécialistes de l'analyste fondamentale pour trouver des sociétés de bonne qualité et les notes ESG du modèle. Toutefois, en superposant le modèle ESG et le modèle de base (qui porte sur les paramètres financiers traditionnels), l'étude a révélé que les titres du premier quintile du modèle de base dégageaient des rendements supérieurs à celui du marché, sauf s'ils se trouvaient au dernier quintile selon leurs notes ESG.

Défis

Même si la majorité de ces études ont pu démontrer un lien positif entre la performance sociale d'une entreprise et son rendement financier, elles continuent de présenter de nombreuses lacunes méthodologiques qui empêchent toute conclusion probante. Trois de ces graves problèmes méthodologiques persistent :

1. Définition des variables indépendantes

Les chercheurs tentent de déterminer si la RSE améliore le rendement financier. Trois approches ont été utilisées pour déterminer la variable indépendante :

- i. l'utilisation d'une caractéristique de la RSE, p. ex. une bonne gestion de l'environnement ou une bonne gouvernance, comme indicateur de la RSE ;

³⁸ « ABCs of ESG », Bank of America Merrill Lynch, 2018. Auteurs : Savita Subramanian et coll. Accessible à https://www.bofam.com/content/dam/boamimages/documents/articles/ID18_0970/abcs_of_esg.pdf

³⁹ « Why do investors buy ESG funds? », Empirical Research Partners, 2018. Auteurs : Rochester Cahan et Yu Bai.

- ii. l'utilisation de plusieurs caractéristiques de la RSE comme variables indépendantes distinctes ;
- iii. la conversion de plusieurs variables de la RSE en un seul « indice » RSE, qui sert ensuite de variable indépendante.

De plus, comme de nombreuses variables de la RSE sont fortement qualitatives, il est difficile de les convertir en valeur numérique, étape essentielle à l'analyse statistique. Ces problèmes de définition font que, bien souvent, les études portant sur la RSE ne sont pas directement comparables, ce qui mine la capacité des études de tirer des conclusions générales probantes de cet ensemble de recherches.

2. Spécification erronée du modèle ou omission de variables

La plupart de ces études ont utilisé des modèles de régression linéaire relativement simples pour déterminer s'il existe un lien statistique entre la RSE et le rendement financier. Jusqu'à tout récemment, ces études omettaient souvent d'autres variables susceptibles d'influer sur le rendement financier. Quelques-unes des meilleures études récentes ont intégré des variables de la RSE à un modèle général d'évaluation de l'actif.

3. Corrélation n'est pas synonyme de causalité

L'existence d'un lien positif entre la RSE et un bon rendement financier ne signifie pas nécessairement que la RSE en est la cause. En fait, le contraire pourrait être vrai. La RSE pourrait être un « produit de luxe » que des sociétés déjà très rentables cherchent à obtenir. Selon ce point de vue, les sociétés ayant un piètre rendement financier n'ont pas les moyens d'être « socialement responsables » et se concentrent plutôt sur les activités de production de base qui visent à améliorer leur rendement financier à court terme. Dans une étude réalisée en 2018⁴⁰, Bank of America Merrill Lynch a tenté de régler la question de la corrélation ou de la causalité. Elle a analysé les notes ESG pour déterminer si les sociétés dont l'action s'est fortement appréciée par le passé étaient plus susceptibles de voir leurs notes ESG progresser et vice versa. Elle a conclu qu'il n'existait aucune corrélation probante entre le rendement passé et l'évolution des notes ESG.

Par ailleurs, dans son étude de 2018, Empirical Research Partners⁴¹ a constaté que son modèle ESG avait tendance à privilégier les titres de sociétés à mégacapitalisation, qui peuvent généralement consacrer plus de ressources aux activités RSE. En fait, les sociétés ayant la plus grande capitalisation boursière sont deux fois plus susceptibles de se retrouver au premier quintile de la « cote directionnelle

ESG ». Néanmoins, l'étude démontre que le penchant pour les sociétés à grande capitalisation n'influe pas sur l'alpha du modèle, qui parvient à trouver efficacement les titres les plus et les moins performants, peu importe leur capitalisation boursière. Voilà qui remet en question la théorie selon laquelle la RSE est un « produit de luxe » accessible uniquement aux sociétés hautement rentables. En revanche, cette question méthodologique est loin d'être réglée.

Dans des études récentes, des chercheurs ont tenté de régler ces problèmes méthodologiques connus. Il semble y avoir de plus en plus de données sur les critères ESG et un intérêt croissant pour la fourniture de données, de sorte que les investisseurs peuvent plus facilement comparer les sociétés sous cet aspect⁴². Les études subséquentes ont donné des résultats contrastés, mais en règle générale elles ont révélé soit une corrélation positive entre la RSE et le rendement financier, soit l'absence d'une relation statistiquement importante.

Résumé et conclusion

Le présent rapport a passé en revue des études empiriques pour tenter de répondre à la question suivante : l'investissement socialement responsable nuit-il aux rendements ? Trois groupes de recherche distincts ont abordé la question. Le premier a examiné le rendement des indices ISR par rapport aux indices de marché traditionnels. Le deuxième s'est penché sur le rendement des fonds communs ISR par rapport aux fonds communs et aux indices de marché traditionnels. Le troisième a tenté de déterminer s'il existe un lien entre la responsabilité sociale de l'entreprise et un bon rendement financier. La principale conclusion qui se dégage de ces travaux est que l'investissement socialement responsable n'entraîne pas de rendements inférieurs.

Ce constat est important, car il permet aux investisseurs individuels et aux fiduciaires des fonds institutionnels d'adopter une stratégie d'investissement socialement responsable, tout en espérant obtenir des rendements semblables à ceux des options de placement traditionnelles. Depuis la première version du présent article, une majeure partie de la recherche sur l'investissement socialement responsable a révélé qu'une stratégie de placement qui inclut des sociétés bien notées et exclut des sociétés moins bien notées sur le plan des critères ESG pouvait générer un bon rendement.

Toutefois, malgré la multiplication de la recherche dans ce domaine, les problèmes méthodologiques sous-jacents sont loin d'être réglés. La présente mise à jour réitère que l'investissement socialement responsable ne nuit pas nécessairement au rendement des placements. Par contre,

⁴⁰ « ABCs of ESG », Bank of America Merrill Lynch, 2018. Auteurs : Savita Subramanian et coll. Accessible à https://www.bofam.com/content/dam/boamlimages/documents/articles/ID18_0970/abcs_of_esg.pdf

⁴¹ « Why do investors buy ESG funds? », Empirical Research Partners, 2018. Auteurs : Rochester Cahan et Yu Bai.

⁴² « Corporate Social Performance and Financial Performance: Sample-Selection Issues », Sage Journals, 2015. Auteurs : Ali M. Shahzad et Mark P. Sharfman. Accessible à <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0007650315590399?journalCode=basa>

la recherche ne permet toujours pas de déterminer si les stratégies d'investissement socialement responsable génèrent un rendement supérieur à celui de stratégies de placement traditionnelles.

Enfin, la question de savoir si l'ISR réduit ou non les rendements ne sera de toute évidence jamais complètement tranchée. L'une des raisons est qu'il s'agit d'une question empirique difficile. Il y aura toujours des différends légitimes quant à la qualité des données et à la méthodologie la plus appropriée à utiliser.

Il convient peut-être de noter qu'on ne pourra jamais répondre à cette question de façon satisfaisante pour tout le monde, car beaucoup de personnes engagées dans ce débat ont de fortes convictions idéologiques. Certains opposants à l'ISR refusent de reconnaître que des facteurs autres que financiers puissent influencer sur la valeur d'un titre. De même, certains défenseurs de l'ISR tiennent tellement à leurs valeurs morales et personnelles qu'ils ont peine à croire que l'intégration de ces croyances et de ces valeurs puisse n'avoir aucun effet bénéfique sur les rendements. Le défi pour tous les autres investisseurs est de faire fi de la rhétorique qui émane de ces positions extrêmes et de se concentrer sur les faits.

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA), division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC), à titre informatif seulement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Ce document ne peut pas être distribué aux personnes résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Investment Management (Asia) Limited et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., (y compris Phillips, Hager & North gestion de placements) qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de laquelle elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au www.rbcgma.com.

Le présent document n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement réel peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2019.