



## **Thèse**

Pour l'obtention du titre de Docteur ès Sciences de Gestion

Présentée et soutenue publiquement par

**Alexandros DIMITRIADIS**

# **Ressources et Leviers Stratégiques des Fonds d'Investissement Socialement Responsable**

Le 24 novembre 2011 à l'Université Jean-Moulin Lyon 3

## **Jury**

### **Directeur de thèse :**

Monsieur Fabrice ROTH  
Professeur des Universités, Université Jean Moulin Lyon 3

### **Rapporteurs :**

Monsieur Michel ALBOUY  
Professeur des Universités, Université Pierre Mendès-France Grenoble  
Monsieur Samuel MERCIER  
Professeur des Universités, Université de Bourgogne

### **Suffragant :**

Monsieur Alain TESTON  
Maître de conférences honoraire HDR, Université Jean Moulin Lyon 3







## Remerciements

Tout d'abord je remercie le professeur Fabrice Roth pour son encadrement. Je remercie également les professeurs Michel Albouy, Samuel Mercier et Alain Teston, d'avoir accepté d'évaluer mon travail et de faire partie de mon jury de thèse.

Je me dois aussi de remercier les interviewés d'avoir participé aux entretiens et d'avoir répondu à mes questions. Je remercie également Laurence Gialdini de m'avoir mis en contact avec plusieurs professionnels et universitaires adeptes de l'Investissement Socialement Responsable.

Ensuite j'aimerais remercier le docteur Huiyi Gao pour son aide sur la partie qualitative, les docteurs Mohamed Talfi et Spiros Denaxas pour leur aide sur la partie quantitative ainsi que le professeur Jean-Simon Tabournel pour sa relecture et ses conseils. Je remercie tout particulièrement le professeur Alain Charles Martinet de m'avoir inspiré et pour ses conseils. Mes remerciements s'adressent aussi à l'ensemble de l'équipe du Centre de Recherche Magellan et de l'Ecole Doctorale de Lyon.

Je tiens à remercier ma mère pour son soutien sans faille et mon père pour son appui. Je remercie également toute ma famille et mes amis qui m'ont encouragé, notamment Jocelyne Yalenios et Stamatias Xohakis.

Enfin, je remercie encore une fois mon épouse qui me tolère encore.





<b>CONCLUSION.....</b>	<b>313</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>325</b>
<b>GLOSSAIRE .....</b>	<b>351</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>353</b>
<b>Table des Matières .....</b>	<b>381</b>
<b>Table des Illustrations.....</b>	<b>387</b>

# INTRODUCTION



Les fonds d'Investissement Socialement Responsable (ISR) existent depuis plusieurs années et ils sont devenus de plus en plus importants et discutés dans les recherches et dans les pratiques (Serret, 2003). L'ISR illustre la prise en compte par le côté économique des problématiques liées au développement durable. La plupart des débats portent sur sa progression économique et sociale appuyée principalement sur la responsabilité des parties prenantes. Actuellement, ce type de discussions et de réflexions représente une approche de plus en plus reconnue, c'est-à-dire un produit non-négligeable sur le marché financier et un sujet de recherche dans plusieurs disciplines tant en sciences économique qu'en sciences sociales.

Fermon (2006) argumente quantitativement qu'une vision des marchés financiers sous l'angle du développement durable peut offrir aux sociétés un triple intérêt : 1) perfectionner leurs outils de contrôle et de reporting afin de mieux maîtriser les risques sous une double pression ; 2) s'interroger sur leur développement international, notamment dans certains pays en développement ; 3) adopter une plus grande transparence dans leur communication, tant au niveau sociétal qu'environnemental en raison de l'effet sur leur image de marque.

Quand nous traçons l'histoire du développement des fonds ISR, nous constatons que, d'une part, l'ISR est devenu rapidement une discipline d'investissement qui porte ses propres caractères et qui partage une partie importante et croissante du marché (Eurosif, 2010) ; et que d'autre part, malgré la grande croissance de la production scientifique depuis ces derniers 20 ans (Acedo et al., 2006 ; Newbert, 2007) les théoriciens sont toujours incapables de répondre à quatre questions clés à propos de l'ISR posées par Kurtz (2005)<sup>1</sup>.

Parmi ces quatre questions, la plupart de recherches en finance cherchent à répondre à la question relative à la performance des fonds ISR. Or, il est intéressant de noter que les avis sont partagés (Gluck et Becker, 2004), tout comme l'origine de ces incohérences observées sur l'ISR. Certains auteurs se contentent simplement d'observer leur performance sans procéder à faire des interprétations concernant les divergences qu'ils affichent par rapport aux résultats escomptés par la Théorie Moderne du Portefeuille (ex. Derwall et al., 2005 ; Kreander et al., 2005 ; Saadaoui, 2009 ; Le Saout et Buscot, 2009 ; Tippet, 2001). D'autres offrent des interprétations divergentes et comparées par exemple Renneboog et al. (2008) ou

---

<sup>1</sup> Les quatre questions sont : Qu'est-ce que la théorie financière peut nous apprendre sur l'ISR ? Quelle a été la performance de l'ISR et quelles sont les risques ? Est-ce qu'il y a un avantage en investissant de façon responsable ? Qu'est-ce que nous savons par rapport aux investisseurs et leur comportement ?

Gil-Bazo et *al.*, (2010). L'idée est que certains parmi eux ont l'objectif d'atteindre un consensus en estimant que cette particularité des fonds ISR est due à la nature particulière des entreprises qui composent leur portefeuille d'actions (Gond, 2006, Gond et Herrbach, 2006 ; Van de Velde et *al.*, 2005 ; Vermeir et Friedrich, 2006), c'est-à-dire un type d'entreprises particulières, les entreprises responsables. Or ces recherches antérieures en finance ne fournissent toujours pas une explication théorique définitive.

Premièrement, nous constatons que la plupart des recherches dans le champ de la finance ne mettent l'accent que sur le choix de composition de portefeuille des fonds ISR tandis que les fonds sont considérés et étudiés comme une catégorie d'investisseurs dans les travaux en management des entreprises. Ces derniers ne prennent pas non plus en considération les mécanismes internes de la gestion des fonds.

Deuxièmement, c'est aussi pour cette raison que les questions concernant les mécanismes internes des fonds ISR - et les fonds dans le sens général - sont reléguées soit au champ économique soit au champ financier. Or, les problèmes suivants se posent. D'une part, pour les économistes, les fonds sont considérés soit comme une « firme » définie comme « boîte noire », soit comme une forme d'épargne de la part des consommateurs. D'autre part, pour les financiers orthodoxes la « stratégie » des fonds équivaut le choix de portefeuille ; tandis que pour les financiers comportementaux la question ne se pose pas encore parce que, dans leur quête de légitimer cette nouvelle discipline, ils ont préféré concentrer leurs efforts sur le niveau individuel afin d'avoir des apports concrets.

Ce décalage intéressant et important entre théorie et pratique nous permet de constater que, dans l'état actuel de la recherche, les chercheurs font abstraction du fait que les fonds sont une organisation dont les questions de management et de gouvernance entre les parties prenantes doivent être également prises en considération. C'est pour cette raison que l'originalité de ce travail doctoral est de traiter des fonds d'ISR comme une entreprise à gérer au niveau stratégique.

A partir de cette constatation initiale, il est possible et intéressant pour nous de mener l'étude à travers le prisme de la discipline de gouvernance ; peu importe le « chapeau » en tant qu'« investisseurs institutionnels » ou « fonds d'investissement », les fonds ne peuvent jamais changer leur nature en tant qu'organisation, ou plus précisément en tant qu'entreprise qui se

pose la question de son management stratégique dans une activité spécifique qui est l'investissement.

Par son caractère récent, le marché de l'ISR peut être considéré comme une activité émergente. La création de fonds SR est la conséquence de nouvelles sociétés de gestion dont l'activité repose uniquement sur l'offre de produits SR, ou de sociétés de gestion préalablement établies sur le marché financier et qui décident d'élargir leur offre de produits (Déjean, 2004). Contrairement à Déjean (2004) qui a choisi de focaliser son interprétation sur le contexte de l'acquisition de légitimité organisationnelle, nous estimons que l'aspect ressources n'est pas encore suffisamment étudié parmi les trois facteurs cruciaux, la légitimité, les ressources et la croissance pour ces nouvelles organisations.

Nous choisissons de faire appel à la Resource Based View (RBV) nous paraît nécessaire et pertinente afin de cadrer l'ensemble de notre réflexion, d'avancer nos raisonnements et d'atteindre notre objectif de recherche. Théorie relativement récente, la RBV a l'objectif de trouver l'avantage compétitif d'une entreprise (les fonds ISR dans ce projet) en se focalisant sur les ressources rares à la disposition de l'entreprise. La capacité de l'entreprise de bien gérer ce « panier » de ressources rares à court terme affectera sa performance tandis que sa capacité de le gérer à long terme constituera son avantage compétitif, son « appui » qui lui permettra de survivre et d'évoluer dans le futur.

A la suite de ces réflexions, nous nous posons la question suivante dont les réponses font l'objectif de ce projet doctoral : **Quelles sont les ressources stratégiques des fonds ISR susceptibles d'être transformées en avantage compétitif, et quels sont les leviers leur permettant d'actionner ces ressources ?**

Les décisions stratégiques prises par les fonds ISR par rapport à la gestion de ce portefeuille de ressources rares ne sont pas transparentes, selon notre observation, étant donné que ces fonds fonctionnent dans un contexte d'incertitude, complexe et semé de conflits intra-organisationnels (Le Saout et Buscot, 2009 ; Giamporcaro-Saunière, 2006). C'est pour cela qu'il est intéressant pour nous d'identifier une liste de « ressources stratégiques » liés aux facteurs industriels, c'est-à-dire les particularités des fonds d'investissement qui nous incitent à privilégier les compétences et les informations. Dès lors, nous mobilisons aussi les concepts de la Competence Based View (CBV), de la Knowledge-Based-View (KBV) et des capacités

dynamiques de la théorie RBV pour démontrer qu'elles sont adaptées pour étudier la surperformance des fonds ISR.

L'ensemble de l'avancement de ce travail doctoral est constamment encadré par la RBV, tandis que notre objet de recherche, les fonds ISR, est orienté à chercher les réponses à ces deux questions principales :

- La RBV peut-elle interpréter la surperformance des fonds d'ISR ?
- La RBV peut-elle proposer des recettes opérationnelles aux fonds ISR ?

L'objectif de cette thèse est double :

- identifier des ressources stratégiques des fonds ISR qui leur permettent d'obtenir une dynamique compétitif par rapport aux fonds traditionnels, afin de maintenir une surperformance immédiate ou/potentielle ;
- proposer des leviers stratégiques possibles dont les fonds ISR pourraient disposer pour profiter de leurs compétences complémentaires en trois niveaux : au niveau d'un fond individuel, au niveau d'une famille de fonds et au niveau de l'ensemble du secteur des fonds d'investissement.

La réalisation de ce double objectif de recherche exige de tester une liste d'hypothèses suite à nos raisonnements théoriques. Nos démarches empiriques sur le terrain sont qualitatives afin de valider nos hypothèses. Nous utilisons deux instruments complémentaires de collecte des données : entretiens exploratoires avec des experts du domaine et étude de documents publiés par les fonds ISR. Les résultats de l'analyse qualitative du contenu des données issues de sources primaires et secondaires nous permettent ensuite de valider les hypothèses concernant les ressources stratégiques et de fournir des propositions de leviers stratégiques pour les fonds ISR.

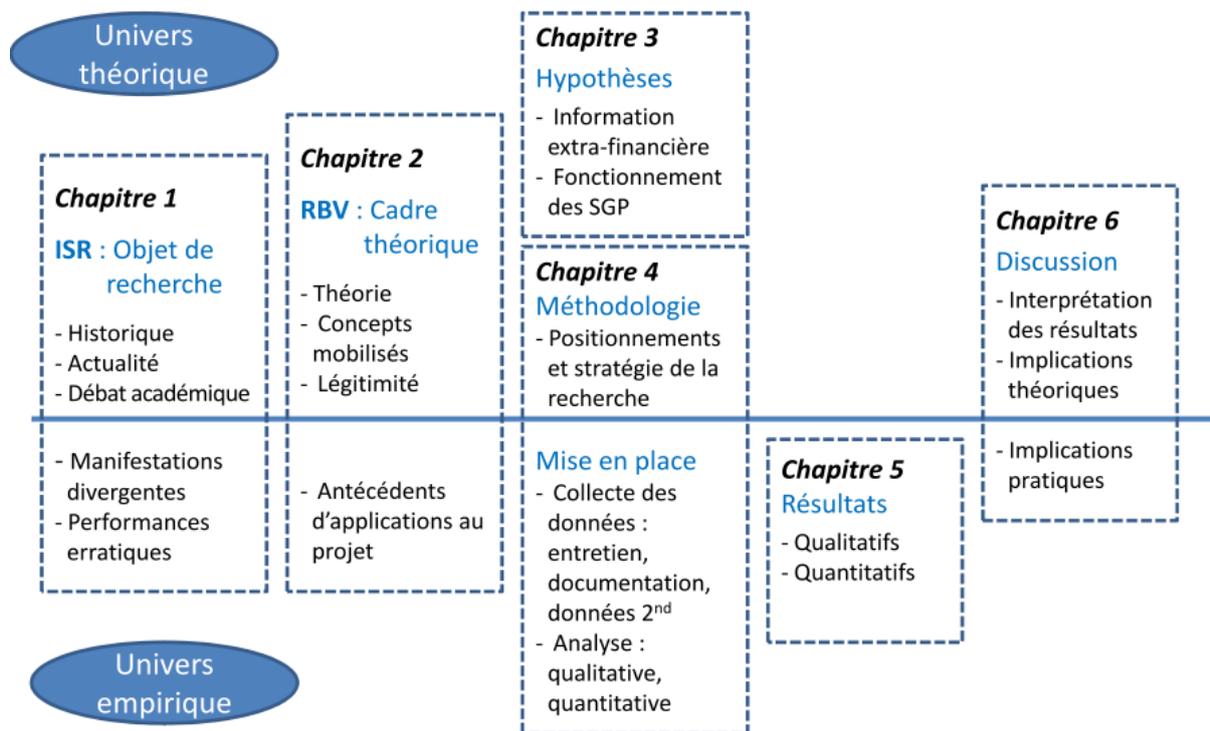
Les connaissances fournies, ou le produit attendu de cette recherche sont une constitution des connaissances valables (Piaget, 1967, p.6) en sciences de gestion et s'inscrivent dans une épistémologie post-positiviste (Avenier et Gavard-Perret, 2008). Dans une approche hypothético-déductive, nous essayons de tout mettre en œuvre pour tendre vers une objectivité maximale et, notamment, contrôler le plus précisément possible les conditions dans lesquelles se réalise notre recherche. Autrement dit, par le biais d'hypothèses nous

essayons de mettre à l'épreuve la théorie de la RBV et de la KBV et de mettre à l'épreuve dans des situations particulières – les fonds de l'ISR.

L'intérêt de ce projet de recherche doctorale est double aux niveaux académique et pratique. D'une part, notre étude propose un cadre théorique pour interpréter les recherches antérieures qui ont mesuré la performance des fonds ISR. D'autre part, les ressources identifiées et les leviers stratégiques proposés à la fin de cette étude permettront aux fonds ISR d'avoir une nouvelle piste pour améliorer leur performance au niveau organisationnel.

L'ensemble de cette thèse doctorale est présenté en deux parties : une première partie qui se focalise sur la construction théorique du projet et l'élaboration des hypothèses ; une seconde partie qui présente les démarches et les résultats empiriques du projet, suivi des discussions. Nous décrivons la structuration de cette thèse et la progression de nos réflexions dans la figure 1.

**Figure 1: Architecture de la recherche**



L'objectif de la première partie est d'élaborer une série d'hypothèses provenant d'un raisonnement théorique à partir de la revue de littérature. Le chapitre 1 fera le portait de

l'objet de recherche, ainsi que ses manifestations divergentes et sa performance erratique. Le chapitre 2 se focalisera sur le cadre théorique et son application possible à l'ISR. Nous préciserons les différentes approches RBV mobilisées dans ce projet et nous mettrons également en avant la question de la légitimité de notre approche stratégique ; nous compléterons par une présentation des particularités du secteur dans lequel notre objet de recherche se pose. Le chapitre 3 consistera en un jeu d'hypothèses en deux catégories à tester empiriquement : hypothèses liées à la nature de l'information extra-financière et hypothèses liées au fonctionnement des Sociétés de Gestion des Portefeuilles (SGP).

La seconde partie de cette thèse présentera les outils et les démarches de collecte et d'analyse du corpus empirique et leur mise en œuvre dans le but de tester nos hypothèses. Le chapitre 4 sera consacré à préciser la légitimité de notre projet sous la forme de la triade : cadre épistémologique, stratégie de la recherche, instrumentation. Le chapitre 5 détaillera nos démarches effectuées sur le terrain et les résultats obtenus par les entretiens exploratoires, par l'étude de documentations et par étude statistique des données secondaires. Les confrontations de ces résultats avec les hypothèses établies seront dévoilées au fur et mesure à la fin de chaque étape d'analyse. Ces confrontations théories-pratiques nous permettront ensuite dans le chapitre 6 de déboucher sur une discussion et une réflexion sur les plans théorique et empirique.

Nous conclurons ce travail par un rappel du projet, des démarches effectuées, des résultats obtenus, et des apports principaux à la fois théoriques et empiriques. Nous ouvrirons également des pistes de réflexions et de recherches pour les chercheurs intéressés à l'idée d'approcher davantage la stratégie et autres disciplines avec la finance et l'investissement SR. Nous soulignerons également les limites de cette recherche tant sur le plan théorique que méthodologique.

# **PARTIE I**

## **PARTIE THEORIQUE : OBJET, THEORIE ET HYPOTHESES**



# Chapitre 1 : Objet de recherche

Nous commençons ce travail doctoral en étudiant de façon sélective et reconstructive notre objet de recherche, les fonds ISR et leur contexte. L'objectif de ce chapitre est triple : familiariser le lecteur avec la complexité de l'objet de recherche ; mettre en évidence que cette grande complexité entraîne des interprétations souples, un décalage entre théorie et pratique, et des résultats contradictoires, justifiant une nouvelle approche ; et introduire les notions nécessaires pour la construction de notre cadre théorique basé sur les ressources dans le chapitre suivant.

Pour arriver à atteindre cet objectif ambitieux nous structurons ce chapitre comme suit :

Dans la première section, pour faire le portrait de l'ISR, nous synthétisons le contexte de création et de développement des fonds ISR, ainsi que l'évolution actuelle du marché ISR en Europe et en France. En observant cette évolution historique de l'ISR, nous essayons de comprendre l'intégration de l'ISR avec le discours académique contemporain et les éventuelles critiques qui ont surgi le concernant.

Dans la deuxième section nous familiarisons le lecteur avec les façons dont l'ISR se manifeste. Des critères extra-financiers employés jusqu'au dialogue avec les entreprises et des équipes d'analystes maison jusqu'aux agences de notation extra-financière, nous faisons découvrir sommairement au lecteur la grande diversité de l'ISR. Etant donné que ces manifestations peuvent varier considérablement, nous avons regroupé nos observations en thématiques : définitions employées pour décrire l'ISR, discours l'accompagnant, acteurs du marché ISR, et mise en place. Nous allons bientôt motiver ce choix et nous espérons qu'il sera aussi intuitif pour le lecteur qu'il l'a été pour nous.

Dans la troisième section nous nous focalisons sur les contributions scientifiques qui étudient la performance des fonds ISR. Nous observons que, tout comme ses manifestations, la performance de l'ISR s'annonce très variée et la recherche songeant à la mesurer contradictoire : certains chercheurs trouvent que les fonds ISR performant mieux que les fonds traditionnels et d'autres trouvent qu'ils sous-performent, ce qui pose problème au paradigme réductionniste de la finance. Pour finir nous rappelons au lecteur que nous avons

choisi de privilégier cette question de « performance », non seulement parce qu'elle est primordiale pour toute recherche en finance, mais aussi parce que « performance » est souvent synonyme d'« avantage compétitif », dont la recherche constitue le but de l'analyse RBV, ce qui nous permet de faire le lien avec le chapitre suivant.

## **Section 1.1 : Portrait de l'Investissement Socialement Responsable**

Présenter en grandes lignes l'ISR est une étape nécessaire afin de nous permettre de comprendre notre objet de recherche, son contexte et les questions que la communauté académique se pose à son sujet.

L'ISR est un concept défini de façon ni claire ni homogène. Pratiquement chaque individu ou organisme lui donne son propre contour ; selon les pays, les acteurs et les méthodes d'évaluation, un investissement sera ou non qualifié de socialement responsable. Une approche historique nous permettrait de suivre sa transformation, depuis ses premiers pas jusqu'à son institutionnalisation récente, et donc de mieux appréhender cette subjectivité. C'est seulement après avoir étudié son historique que nous pouvons traiter l'ISR en tant que sujet d'actualité, ou aborder les problématiques théoriques le concernant.

Ainsi nous structurons cette section en trois sous-sections :

Dans la première sous-section nous observons d'abord l'émergence de l'ISR et les raisons qui ont privilégié la diffusion de ses pratiques.

Dans la deuxième sous-section nous faisons l'état des lieux du marché ISR actuel, tout en interprétant ses récentes évolutions.

Dans la troisième sous-section nous synthétisons les débats académiques autour de la légitimité de l'ISR. Par un souci de cohésion, nous nous focalisons sur la relation causale entre ISR et RSE. Il s'agit d'une question académique primordiale en ce qui concerne l'intérêt de l'ISR et dont découle tout autre recherche portant sur l'ISR en découle, y compris la nôtre. Cette synthèse de points de vue divergents, nous permettra de transiter vers la deuxième section pour examiner de plus près les manifestations de l'ISR, tout aussi divergentes.

### **1.1.1. Historique de l'ISR**

#### **1.1.1.1. Origines**

La première génération de fonds éthiques est née dans les années 20, aux Etats-Unis, à la demande des congrégations religieuses : fondés sur des critères d'exclusion de secteurs

d'activités (alcool, armes, jeux, pornographie), ils renvoient à des valeurs morales et s'opposent aux « *sin-stocks* » (actions du péché) qui sont considérées comme moralement inacceptables (Kinder et Domini, 1997).

Dans les années 70 cette approche religieuse a été complétée par une vision militante de la finance, en excluant, par exemple, des portefeuilles d'investissement, les entreprises travaillant avec l'Afrique du Sud ou pour l'armement pendant la guerre du Vietnam. L'objectif est de faire pression sur ces entreprises pour obtenir leur retrait des activités contestées. Les critères de sélection sont toujours « négatifs » basés sur l'exclusion de certaines entreprises de l'horizon d'investissement mais les valeurs désormais renvoient à la société et non à l'individu. Ces exclusions sont encore largement employées aujourd'hui : alcool, tabac, industrie de l'armement, du nucléaire, agriculture OGM (Organismes Génétiquement Modifiés), activités dans des pays à régime oppressif ; mais cette démarche est contestée, notamment par les syndicats, qui estiment que les salariés de ces secteurs ne peuvent être pénalisés en raison de l'activité de leur entreprise.

#### **1.1.1.2. Evolutions récentes**

Pour la nouvelle génération d'investisseurs des années 80 qui souhaitaient améliorer la prise en compte par les entreprises des conséquences de leurs activités sur leur environnement, les limites d'une approche fondée uniquement sur des critères d'exclusion sont vite apparues. (cf. ci-dessous la section sur l'influence directe). Dans ce contexte, une nouvelle génération de fonds éthiques fondés sur la notion de responsabilité sociétale (RSE) des entreprises a vu le jour. Les investisseurs ont diversifié leur approche en effectuant une sélection positive fondée sur des critères sociaux ou environnementaux. La constitution des portefeuilles privilégie les entreprises les plus performantes en fonction des critères choisis. Elle est plus complexe à mettre en œuvre et suppose l'élaboration de dispositifs d'évaluation des performances. Cette dernière catégorie de fonds est de moins en moins portée par des mouvements politiques ou sociaux et s'intègre de plus en plus à l'industrie financière traditionnelle. Parallèlement, des investisseurs ont vu dans l'activisme actionnarial un moyen puissant d'orienter l'action des entreprises par la présentation et le vote de résolutions en assemblées générales. (Gendron, 2002).

Avec la publication de « l'agenda 21 » lors de la conférence de Rio de 1992, le concept de développement durable s'est véritablement imposé sur la scène internationale. Sous l'angle

financier, cette démarche s'apparente à une méthode sophistiquée d'analyse des risques qui évalue l'impact social et environnemental des activités des entreprises sur leur rentabilité. Suivant cette orientation, les intérêts de l'actionnaire convergent avec ceux de la collectivité dans la mesure où une entreprise qui privilégie des axes de développement à long terme diminue les risques pouvant affecter sa croissance, voire remettre en cause sa pérennité.

Ainsi les fonds qui datent des années 1990, correspondent à cette approche intégrée de la rentabilité financière et des performances sociale et environnementale. Ils annoncent la dernière génération de fonds, qui repose sur une démarche similaire de sélection des investissements, mais y ajoute la nécessité de mener un dialogue permanent avec les entreprises pour faire évoluer leur gestion, allant au-delà de la seule participation aux assemblées générales.

Dernière évolution, apparue dans les années 2000, a été un fort développement de recherche et de labellisation SR. Avec le développement de l'ISR, des firmes spécialisés ont fait leur apparition, autant pour évaluer l'impact Social et Environnemental des entreprises cotées en Bourse, que pour évaluer le caractère Social et Environnemental des fonds qui investissent en Bourse. Le passage de la recherche à l'attribution des labels a été naturel. Un label RSE a la double fonction de rendre l'entreprise concernée plus attirante ; et de garantir la qualité d'un fonds ISR. Un label ISR a la double fonction de permettre à l'investisseur individuel de se repérer plus aisément parmi l'offre des produits financiers concurrents ; et de permettre à l'investisseur institutionnel de se distinguer par rapport à ses concurrents.

Par exemple, en 2008 12 sociétés de gestion sur 48 qui disposent de fonds ISR ont adhéré au code de transparence au sein de l'Eurosif, une agence Européenne. En France, la création du « Label ISR Novethic » encourage le développement de la transparence des informations sur les fonds ISR. En s'appuyant sur une analyse Environnementale, Sociale et de Gouvernance (ESG) complète, le label Novethic est attribué aux fonds candidats à partir des informations exhaustives sur leurs caractéristiques extra-financières et leurs compositions.

Pour finir, entre Europe et Amérique du nord, Louche et Lydenberg (2006) constatent des deux cotés de l'Atlantique que les motivations qui ont poussé à la création des fonds ISR ont été les mêmes. D'une part comme un désir de redéfinir la relation entre société et entreprises mais sans forcément avoir recours à l'intervention étatique ; d'autre part comme une « alternative » au capitalisme « frénétique » produit de la « globalisation », dans l'espoir que les

valeurs de RSE et Développement Durable récompensées par l'ISR s'opposent au court-termisme. Cependant similarités entre l'ISR américain et européen s'arrêtent là : les auteurs observent des différences dans les multiples niveaux, tel que la définition, les acteurs, les discours de motivations, les stratégies et la mise en place<sup>2</sup>.

D'ailleurs, même au sein de l'Europe, le développement de l'ISR n'a pas été uniforme. La recherche de Solomon, Solomon et Suto (2004) présente sept facteurs qui ont contribué à l'augmentation récente de l'activité ISR en UK. Par la suite elle nous présente les 5 facteurs qui pourraient contribuer au développement de l'ISR au Japon. Nous nous en inspirons pour compiler une liste des facteurs qui peuvent expliquer pourquoi dans la sous-section 1.1.2 nous découvrirons que l'ISR européen est loin d'être homogène :

- Etendue de l'activisme (varie selon les pays)
- Etendue des fonds de pension (varie selon les pays)
- Etendue du reporting extra-financier (varie selon les pays)
- Développement des indices ISR (et dont l'adoption varie selon les pays)
- Efficacité de l'engagement ISR (varie selon les pays)
- Impact des scandales économiques ou écologiques touchant à la RSE (varie selon les pays)
- Etendue du Risk-based ISR (varie selon les pays)
- Volonté politique
- Soutien de la part de la recherche académique
- Changements institutionnels et autres facteurs sociaux.

Nous soulignons que la dernière catégorie est nécessaire puisqu'il n'est pas impossible que d'ici une décennie le visage de l'ISR se trouve encore une fois transformé.

Malgré ces différences, ce qui compte est que l'ISR n'a pas cessé d'évoluer depuis sa première apparition il y a presque un siècle. De cette forte initiative résulte un réel développement en termes de parts de marché, dont les derniers chiffres sont présentés dans la sous-section suivante.

---

<sup>2</sup> Nous précisons ces divergences dans la partie suivante 1.2

## 1.1.2. Actualité de l'ISR

Pour observer les actualités de l'ISR européennes nous avons choisi de nous référer principalement aux rapports publiés par Eurosif, Forum européen pour l'Investissement Responsable, un réseau paneuropéen et un groupe de réflexion sur le Développement Durable Européen. Nous nous inspirons principalement des deux rapports plus récents publiés par l'Eurosif en 2008 et en 2010. Les riches informations contenues dans ces deux rapports nous permettent de constater plusieurs changements et caractéristiques actuelles de l'ISR, tant au niveau de l'ensemble des marchés européens, qu'entre les marchés nationaux avec leurs différences spécifiques.

### 1.1.2.1. Croissance du marché ISR européen

De manière générale, nous observons d'abord que l'ISR en Europe a beaucoup progressé entre 2008 et 2010, aussi bien dans son segment « étroit » que « élargi »<sup>3</sup>. Les raisons principales derrière cette progression ont été : une demande croissante de la part des investisseurs, des changements législatifs, des initiatives spontanées comme les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) élaborés par les Nations-Unies, et un intérêt de plus en plus manifeste de la part des investisseurs privés. Eurosif (2010) considère ce moment comme crucial pour le secteur de l'ISR européen, avec des forces qui s'allient pour rendre ce secteur majoritaire.

Dans le rapport de l'Eurosif de 2008, les investissements ISR mondiaux sont de 6 700 milliards de dollars d'encours en 2007. L'Europe détient l'encours le plus élevé avec plus de 50% de l'encours global, devant les USA avec 40 % des encours totaux. Tandis que dans le rapport de 2010, les actifs ISR gérés en Europe s'élève à 5 milliards d'euros en 2 catégories : ISR « étroit » 1,2 milliards euros et ISR « élargi » 3,8 milliards d'euros. Cela représente une croissance spectaculaire de 87% en deux ans (donc 37% par an). Les gros détenteurs d'actifs sur de nombreux marchés domestiques (Figure 2) ont désormais recours à des stratégies d'intégration ou au filtrage fondé sur des critères spécifiques, comme les facteurs de

---

<sup>3</sup> Eurosif (2008) constate que la tendance des ISR est nettement à la hausse avec une hausse continue des encours gérés en 2007 selon les critères ESG. Eurosif utilise les expressions « core ISR » et « broad ISR » (étroit et élargi, respectivement) pour segmenter le marché de l'ISR. Le montant total de l'ISR européen en 2009 – 5,000 milliards d'euros d'ASG - correspond à la somme des segments « core ISR » et « broad ISR ». D'une part le « core SRI » qui correspond à la forme historique de l'ISR, utilisant les méthodes de filtrage ou « screening » positives (ex. best-in-class) ou négatives (fonds d'exclusion), avec deux critères d'exclusion ou d'inclusion au minimum. D'autre part la « broad SRI » se compose des fonds d'activisme actionnarial, des filtres à un ou deux critères maximum. L'ISR « broad » est le mode de gestion le plus courant avec 85% des encours en 2007.

changement climatique dans la gestion de leurs portefeuilles – ceci constitue une mutation décisive dans le secteur de l'ISR et explique en partie la progression des chiffres, et en particulier ceux du segment Broad ISR. Ces chiffres de la 2<sup>ème</sup> catégorie sont très importants parce que beaucoup d'investisseurs ont récemment adopté des certains critères extra-financiers.

En raison de cette croissance de l'ISR européen « extraordinaire » et de son intégration progressive dans la gestion courante d'actifs (Eurosif, 2010), de nombreux acteurs utilisent différents critères et différents moyens pour obtenir des résultats en matière d'investissement durable. C'est pour cette raison qu'il n'existe toujours pas encore une définition uniforme concernant l'ISR. Cela est intéressant : cette confusion est accélérée parce qu'ils existent toujours plusieurs « stratégies » d'ISR possibles.

La définition de l'ISR proposée par Eurosif est que *« l'ISR est le terme générique couvrant tout type d'investissement qui allie les objectifs financiers des investisseurs avec leurs préoccupations face aux enjeux environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG). »* (Eurosif, 2010, p.7). Dans cette définition, Eurosif continue à segmenter le total du marché de l'ISR en « Core ISR » et « Broad ISR » afin d'atténuer le problème de la variété de la définition.

Le Core ISR comprend une multitude d'exclusions éthiques (basées sur des normes et des valeurs) ainsi que différents types de filtres positifs (best-in-class, fonds thématiques et autres). Les exclusions basées sur des normes ont été les moteurs-clé de la croissance de l'ISR car cette utilisation de filtres s'est rapidement répandue dans la plupart des pays européens depuis son instauration initiale dans les pays scandinaves il y a quelques années.

Les exclusions normatives – processus d'identification et d'exclusion des sphères d'investissement d'entreprises en violation de certains principes (fondés en général sur des normes environnementales, sociales, éthiques, et législatives reconnues sur le plan international, comme le Global Compact des Nations Unies), constituent une approche ISR très répandue en Norvège et en Suède. Les exclusions éthiques, pour lesquelles plus de deux critères ou filtres négatifs sont appliqués, sont une stratégie très répandue dans tous les pays scandinaves (Danemark, Finlande, Norvège et Suède) ainsi qu'aux Pays-Bas.

Le Broad ISR utilise des critères d'exclusions, d'engagement et d'intégration, souvent en les combinant les uns avec les autres. La pratique du Broad ISR s'est fortement développée au cours des deux dernières années et a été le principal facteur de croissance de l'ISR européen.

De manière globale, les stratégies Core sont constituées d'exclusions éthiques (868 Billion euros basées sur des normes et des valeurs) ainsi que de différents types de filtres positifs (148 billion euros pour le Best-in-Class et 35 billion euros pour les fonds thématiques et autres). Les exclusions basées sur des normes et des valeurs sont les stratégies ISR étroite les plus répandues en Europe, poussées par les Pays-Bas et les pays scandinaves. Sur une base comparable, la croissance de l'ISR étroite entre 2007 et 2009 est estimée 6 à 20,7 % (TCAC de 9,8 %) <sup>4</sup>. Les stratégies Broad sont constituées d'exclusions simples (986 billion euros), de l'engagement actionnarial (1514 billion euros) et de l'intégration des enjeux ESG (2828 billion euros), ces approches étant souvent combinées entre elles. L'intégration des enjeux ESG dans l'analyse financière traditionnelle est de plus en plus répandue chez certains investisseurs européens, encouragés par l'initiative des PRI. Sur une base comparable, la croissance du Broad ISR entre 2007 et 2009 est estimée à 119 % (TCAC : 48 %). La croissance du Broad ISR résulte des tendances suivantes :

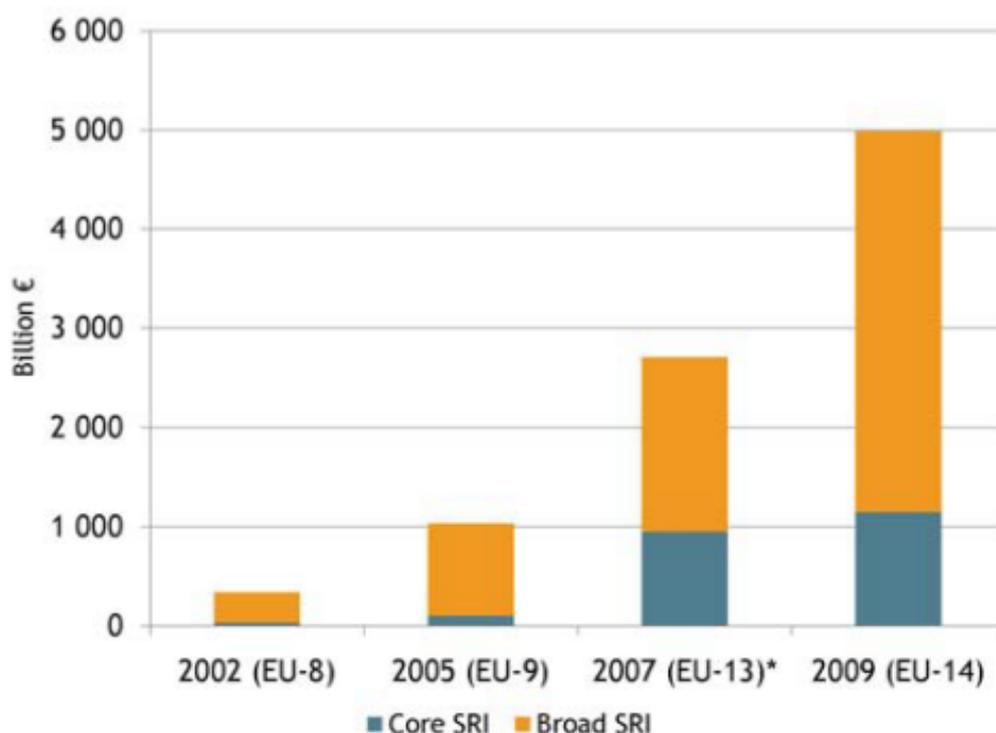
- Augmentation de l'intégration de 191 % (TCAC 71 %)
- Augmentation des exclusions simples de 23 % (TCAC 11 %)
- Augmentation de l'engagement de 17 % (TCAC 8 %)

La forte augmentation de l'approche d'intégration depuis l'étude de 2008 est due en partie à la généralisation de cette pratique chez les investisseurs français - institutionnels et de détail. Pour des raisons de segmentation, les actifs déclarés à la fois sous ISR « étroite » et intégration n'ont été comptés qu'une fois, dans l'ISR « étroite ». La France dépasse désormais la Grande-Bretagne en termes de Broad ISR, grâce à un chiffre d'intégration important. Le Danemark a également enregistré une augmentation remarquable de son Broad ISR total, l'intégration et l'engagement devenant de plus en plus populaires dans ce pays.

---

<sup>4</sup> Le chiffre 2007 du Core ISR a été recalculé et ajusté conformément à la définition actuelle du Core ISR dans cette étude afin de pouvoir procéder à des comparaisons.

**Figure 2 : Core et Broad ISR en Europe, 2002-2009**



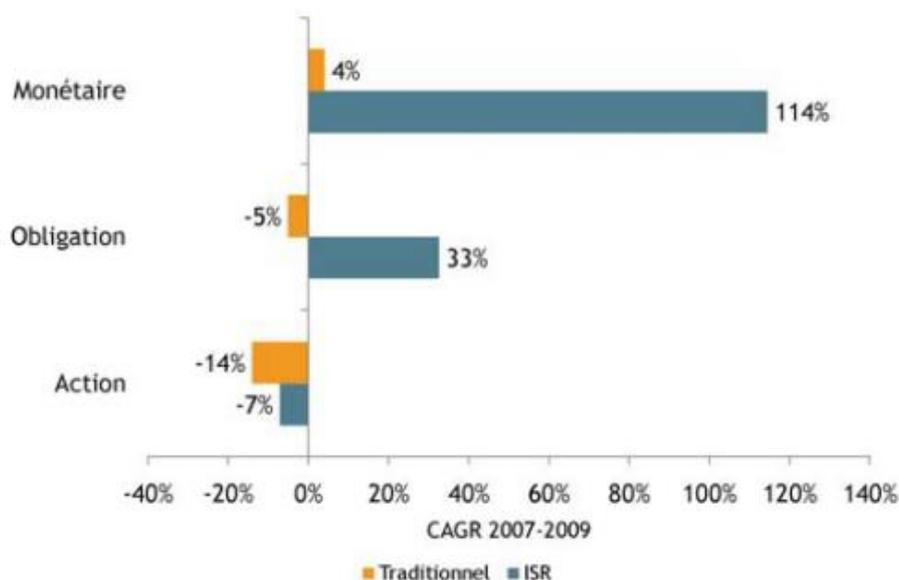
Source : Eurosif European ISR Survey, 2010

\* Recalculé suivant la définition 2010 du Core ISR.

Note : la couverture des marchés étudiés a évolué. 8 pays étaient couverts en 2002, 9 en 2005, 13 en 2007 et 14 en 2009.

Comme la montre la Figure 2 ci-dessus, le marché européen de l'ISR est passé de 2,700 milliards d'euros en 2007 à 5,000 milliards fin 2009. Sur une base comparable 2, cela représente une croissance d'environ 87 % sur deux ans ou un taux de croissance annuel cumulé (TCAC) de 37 %. La croissance des fonds ISR et des fonds traditionnels par classe d'actifs (actions, obligations, actifs monétaires) pour que l'investisseur puisse mieux se rendre compte de l'évolution du marché des fonds ISR par rapport au marché des fonds traditionnels. Les fonds actions traditionnels et ISR affichent des taux de croissance négatifs entre 2007 et 2009, bien que les fonds actions ISR aient moins baissé que les fonds actions traditionnels. En revanche, la progression de l'ISR est spectaculaire pour ce qui concerne les actifs monétaires et les obligations. Il faut cependant interpréter cette croissance spectaculaire des obligations ISR (+33 %) et des actifs monétaires ISR (+114 %) par rapport à leurs équivalents traditionnels avec prudence (Figure 3).

**Figure 3 : Croissance des fonds ISR et traditionnels 2007-2009, par classe d'actifs**



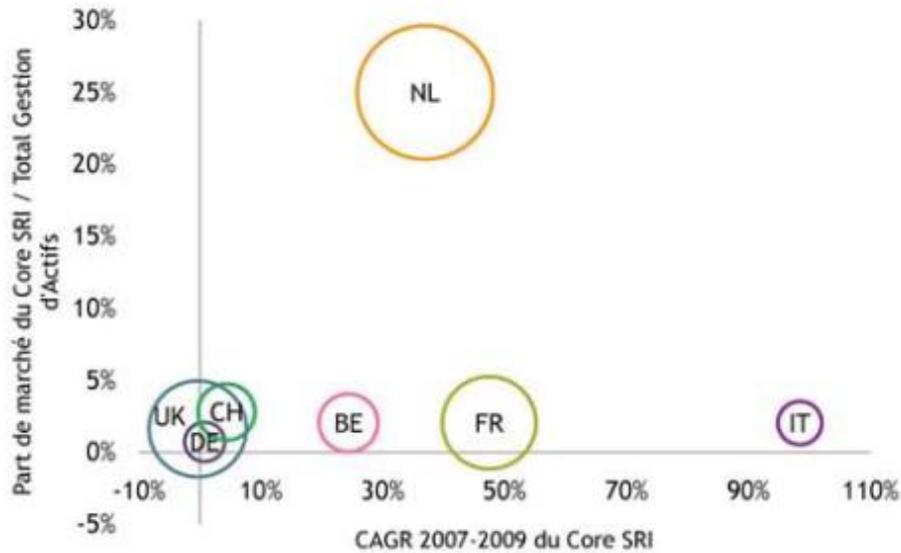
Source : Eurosif European ISR Survey, 2010, EFAMA FactBook 2009

Le rapport de 2010 d'Eurosif, l'ISR en Europe est actuellement en phase de transformation, s'étant considérablement développé depuis 2008. Le marché européen a presque doublé, avec des actifs sous gestion (ASG) atteignant au total près de 5,000 milliards d'euros fin 2009.

Le total des actifs ISR « étroit » représente 10 % de l'industrie de l'asset management en Europe. Parmi ceci, l'Italie, la France et les Pays-Bas affichent les croissances les plus rapides ; le Royaume-Uni, la France et les Pays-Bas disposent des plus gros marchés. Aux Pays-Bas, les fonds d'ISR « étroit » détiennent la plus grosse part de marché de l'industrie nationale de l'asset management (figure 4). Mais, de plus, les marchés européens de l'ISR ne sont pas homogènes et ils sont très divers en termes de taille, de croissance et de part du marché de l'asset management traditionnel.

Cependant les canaux de distribution des produits financiers ne sont pas encore adaptés à faire du marketing et à vendre les produits ISR. D'après les recherches d'Eurosif, les investisseurs de détail sont de mieux en mieux informés sur l'offre de produits financiers « durables », mais ils sont encore prisonniers des circuits de vente qui sont souvent inadaptés à la commercialisation des produits ISR ; de gros efforts sont encore à faire pour rendre les produits ISR plus compréhensibles et plus accessibles au grand public.

**Figure 4 : Croissance, part de marché et taille du Core ISR**



Source : Eurosif European ISR Survey, 2010

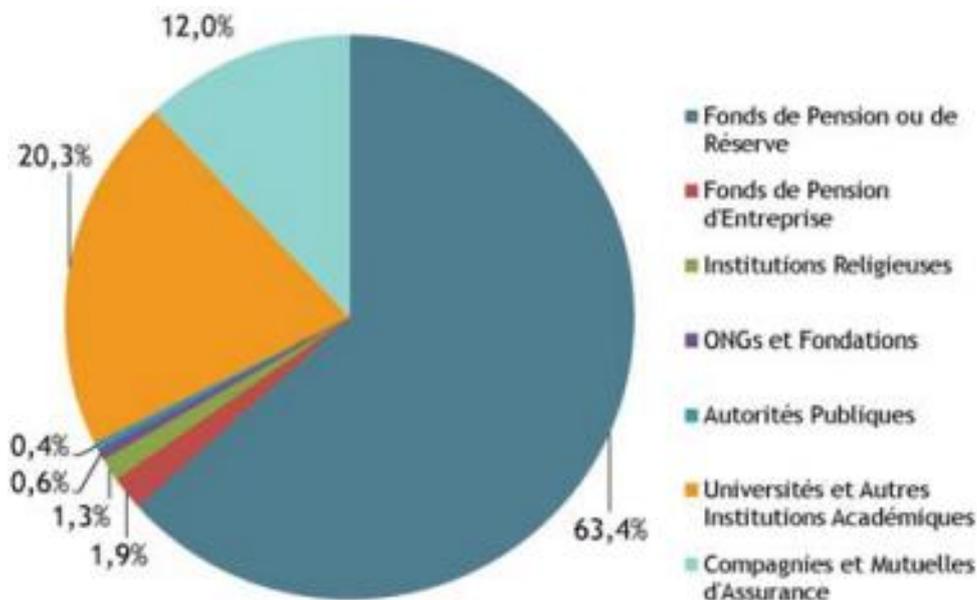
Remarque : La taille du cercle représente la taille du Core ISR.

C'est pour cette raison que des événements de sensibilisation se voient organisés dans certains pays européens. Par exemple, l'UKSIF – le FIR britannique -, organise chaque année depuis 2008 une « semaine nationale sur l'investissement éthique », lors de laquelle les professionnels de l'ISR et le grand public se rassemblent et échangent des informations sur ce type d'investissement. Cette manifestation a été reprise dans d'autres pays européens comme la Belgique et la France.

La Figure 5 ci-dessous présente les principaux types d'investisseurs institutionnels qui investissent dans les fonds ISR européens (par volume d'actifs). Les fonds de pension publics et les fonds de réserve sont en tête, suivis des universités et des compagnies d'assurance. Il semble que les assureurs recourent de plus en plus aux produits ISR pour faire face aux risques et aux responsabilités avec une perspective sur le long terme. Les fonds de pension professionnels occupent encore une position modeste parmi les investisseurs ISR. Des rapports de référence sur les marchés domestiques, établis par les FIR nationaux, se sont penchés sur l'utilisation des stratégies ISR par les fonds de pension. Il semblerait que les fonds de pension professionnels intéressés par l'ISR soient prêts à se développer et Eurosif prévoit de publier au plus tard à mi-2011 une vue d'ensemble du segment en Europe, afin de

rendre compte de la façon dont les différents fonds de pension professionnels en Europe intègrent les critères ISR dans leurs stratégies d'investissement.

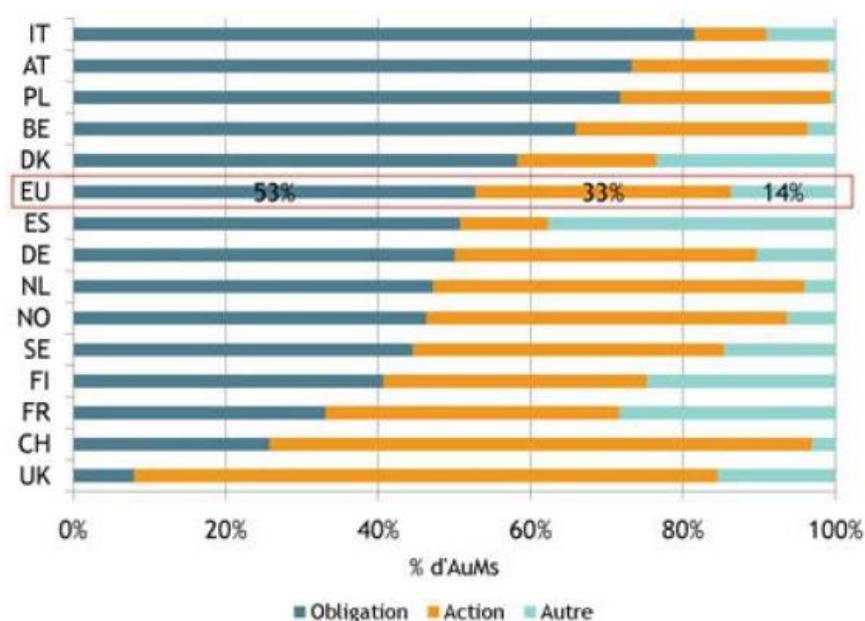
**Figure 5 : Type d'investisseurs institutionnels par volume d'actifs**



Quant à l'allocation d'actifs, 50% des encours ISR sont investis en actions, 39% en obligations et 11% dans d'autres actifs financiers au niveau européen en 2007 (Eurosif, 2008). Tandis qu'en 2009 les obligations sont désormais la catégorie d'actifs la plus prisée parmi les investisseurs ISR avec 53 % du total des actifs ISR alors que les actions ont baissé à 33 % (Eurosif, 2010). Les investisseurs institutionnels, en particulier ceux qui contractent des engagements à long terme, placent majoritairement leur argent dans des investissements à rendement fixe.

Le rapport propose une justification systémique : il y a davantage d'agences de notation et le secteur des fonds de retraite et d'investissement traditionnellement préfère les obligations puisqu'il s'agit d'un investissement plus sécurisé. Or ils ont oublié de nous rappeler que avec la crise les actions ont perdu leur valeur et les fonds d'investissement ont fuit vers les obligations, valeur refuge. Le reste (en ordre de parts de marché) : hedge funds (fonds alternatifs), venture capital, fond monétaires. Contrairement à la moyenne européenne il semblerait qu'en France l'investissement en actions est toujours le plus important (figure 6)

**Figure 6 : Allocation d'actifs ISR par pays**



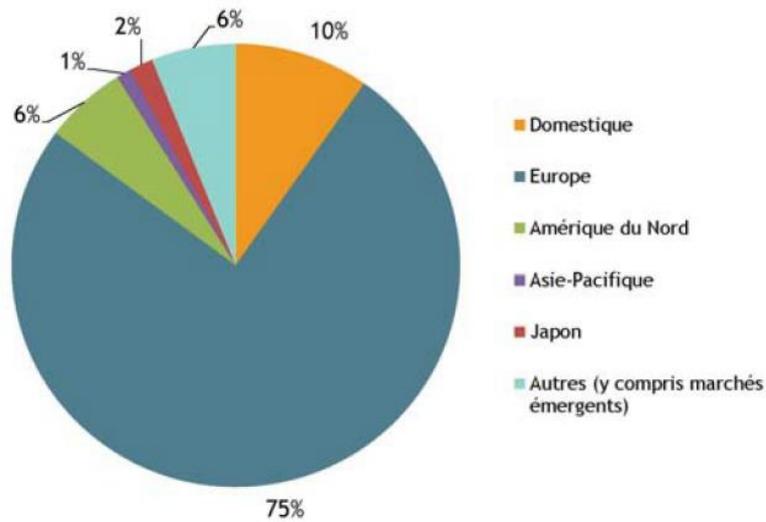
Source : Eurosif European ISR Survey, 2010

Les investisseurs ISR commencent également à manifester un intérêt croissant pour les fonds de microfinance, grâce à leurs perspectives à long terme et leur intérêt inhérent pour les enjeux ESG.

Si nous regardons la répartition géographique, une vaste majorité, à 85%, des actifs ISR européens sont placés en Europe. Dont seulement 10% dans le marché domestique respectif. Plus particulièrement, en France le pourcentage des actifs ISR qui sont placés en Europe est de 74%, puisqu'elle semble privilégier les marchés émergents un peu plus (figure 7).

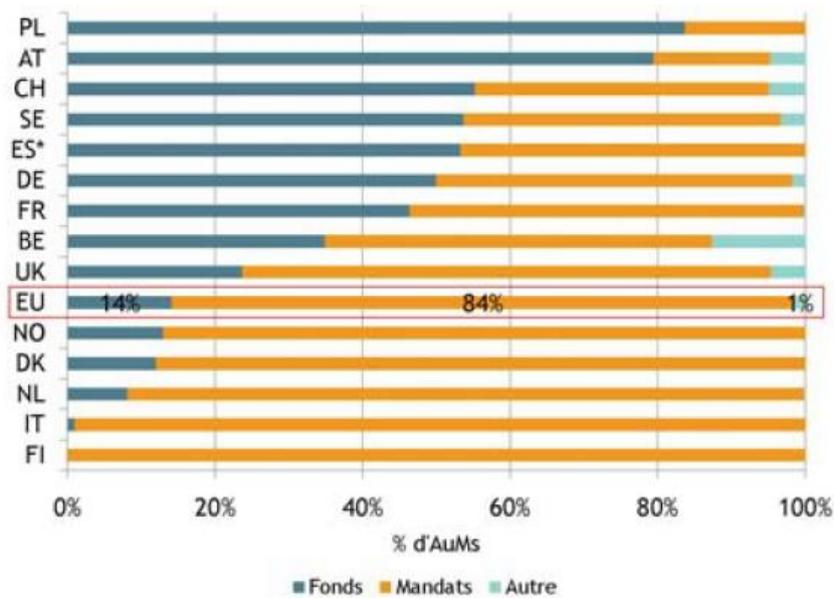
L'enquête de l'Eurosif (2010) souligne également qu'une grande majorité d'investisseurs ISR prédisent que la demande des investisseurs institutionnels sera le principal facteur de croissance de l'ISR au cours des trois prochaines années. Les autres facteurs déterminants incluent la demande des investisseurs de détail, la couverture médiatique, la législation et les initiatives internationales. Ainsi, l'initiative des PRI, développée par les Nations Unies, a-t-elle contribué de manière significative à ce que les investisseurs institutionnels exigent l'intégration des facteurs environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG) dans la gestion des fonds.

**Figure 7 : Allocation géographique de l'ISR européen**



Au niveau des véhicules d'investissement ISR, le moyen le plus souvent utilisé est les mandats discrétionnaires (84%), suivis des fonds d'investissement (14%) en Europe. Il existe aussi une grande divergence entre les pays européens, illustrée par la figure 8. En France les fonds et les mandats sont à 50-50. L'Eurosif (2010) suggère les tendances au niveau local correspondent à la répartition entre investisseurs institutionnels et investisseurs de détail.

**Figure 8: Véhicules d'investissement ISR par pays**



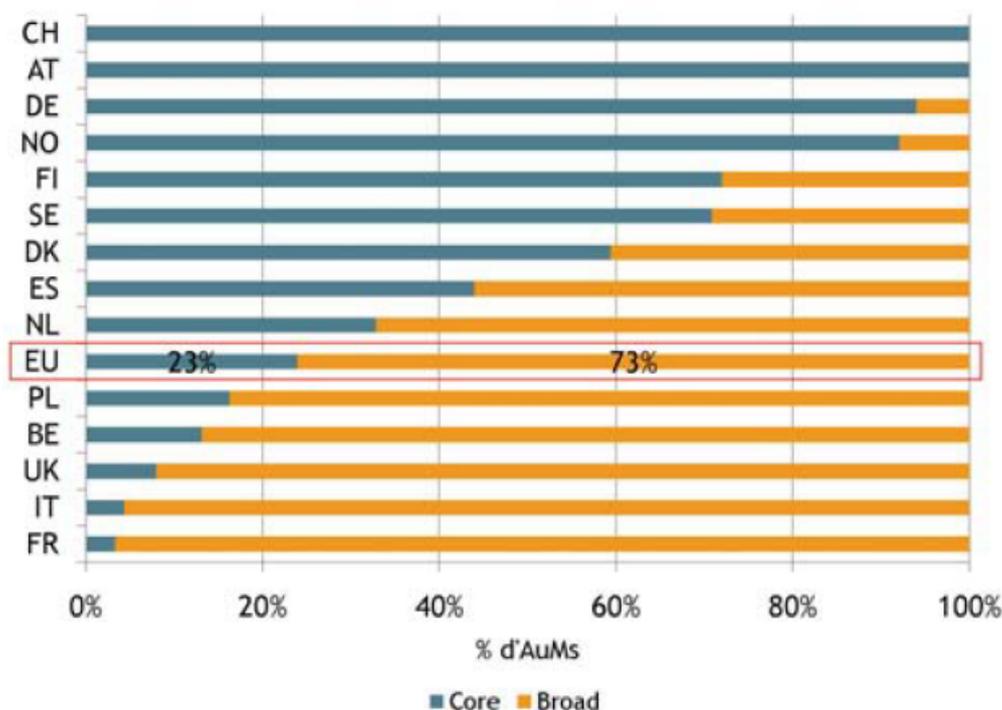
Source : Eurosif European ISR Survey, 2010  
 \*Basé sur le Core ISR uniquement.

### 1.1.2.2. Divergences entre les marchés nationaux<sup>5</sup>

Les marchés nationaux d'ISR sont très variés entre les pays européens, considérablement en taille, stratégies, croissance et parts de marché. Cependant, l'ISR a fait preuve d'une remarquable résistance face à l'actuelle crise financière mondiale, malgré d'évidentes variations entre pays. Ainsi, les premiers pas pour certains pays inclus dans le rapport pour la première fois (Pologne, chypre, Grèce, Estonie, Latvie, Lituanie).

D'abord, les critères ISR ne sont pas intégrés de la même façon chez les SGP de chaque pays européen. Les investisseurs européens ont recours à l'ISR « étroit » et « élargi » à travers différentes stratégies à l'intérieur de ces segments. Certaines stratégies sont plus utilisées que d'autres dans certains pays. Le rapport justifie cela par « l'influence des différences culturelles » sur les marchés domestiques de l'ISR en Europe. Par exemple, les stratégies Broad (comme l'engagement et l'intégration) sont très répandues au Royaume-Uni, souvent en combinaison. À l'inverse, le marché suisse favorise traditionnellement l'approche d'ISR étroit avec l'orientation Best-in-Class et les fonds thématiques.

**Figure 9 : Parts du Core ISR et du Broad ISR sur le total de l'ISR ASG par pays**



<sup>5</sup> Nous approfondirons les manifestations divergentes de l'ISR dans la sous-section suivante : d'après le rapport Eurosif (2010, p.15) « la distinction entre stratégies Core et Broad ISR n'est pas chose évidente ; ces stratégies ne sont pas incompatibles, elles sont d'ailleurs souvent utilisées de manière complémentaire ».

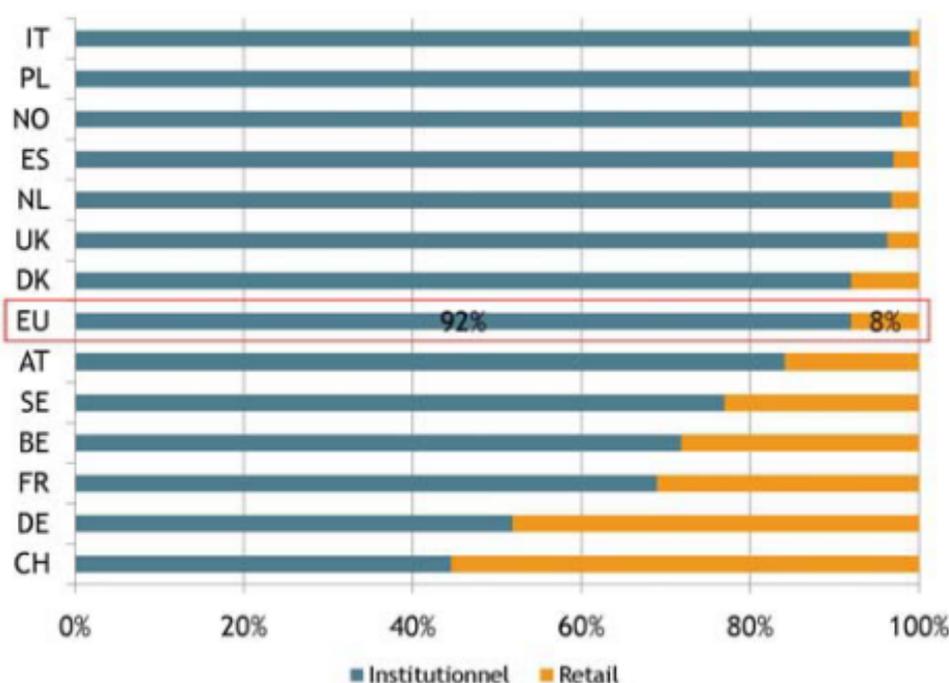
Comme le montre la Figure 9 ci-dessus, la répartition entre ISR « étroit » et ISR « élargi » varie énormément d'un pays à l'autre, ce qui illustre les différents niveaux de banalisation (« mainstreaming ») des différents marchés ISR, ainsi que le poids d'un petit nombre d'investisseurs institutionnels qui utilisent les stratégies ISR « élargi » pour un grand nombre d'actifs. L'Italie, la France, et la Grande-Bretagne ont la plus grosse part d'ISR « élargi », tandis que l'Autriche, l'Allemagne et la Suisse ont la plus grosse part d'ISR « étroit ».

Ensuite, les répartitions entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs détails sont très différentes entre les pays, malgré un aperçu rapide de la proportion des investisseurs institutionnels (à hauteur de 94%) dans l'ensemble des encours ISR en Europe (Eurosif, 2008). Par exemple, le Royaume Uni, traditionnellement terre financière de l'Europe avec sa City affiche ainsi une proportion de 95% ne laissant pour les investisseurs individuels qu'une faible part de l'investissement, le rôle des porteurs individuels restent donc très limités. Ces montants investis dans les encours ISR ne correspondent qu'à une infime part des encours financiers mondiaux qui eux se chiffrent en trillion de dollars. Après une chute spectaculaire en 2008 due à la crise financière, les encours sous gestion globaux représentent 49 trillions de dollars, un montant donc encore prodigieusement supérieur aux encours des fonds ISR.

Le rapport en 2010 souligne que le marché de l'ISR continue à être soutenu par les investisseurs institutionnels, qui représentent 92 % du total des actifs ISR sous gestion. Ces investisseurs sont particulièrement actifs sur certains marchés européens majeurs, tels que les Pays-Bas, la Suisse, la France, les pays scandinaves et le Royaume-Uni. Environ 70% des investissements ISR sont faits par des Investisseurs Institutionnels en France. Les fonds de pension publics, les fonds de réserve, les universités et les compagnies d'assurance sont les principaux investisseurs institutionnels du secteur de l'ISR.

Au niveau européen, bien que les investisseurs soutiennent toujours la majorité du marché de l'ISR et qui représentent 92 % du total des actifs ISR sous gestion en Europe (Eurosif, 2010), la répartition entre les investisseurs institutionnels et de détail est très variée entre les pays européens (cf. Figure 10). Par exemple, le marché ISR en Italie est composé par plus de 99% d'investisseurs institutionnels, à l'inverse les investisseurs institutionnels ne comptent que pour 43% en Suisse.

**Figure 10 : Investisseurs ISR institutionnels / de détail par pays**



Source : Eurosif European ISR Survey, 2010

Note : pas de données disponibles pour la Finlande ; les données de DK, NO, SE datent de 2008.

Cette continuité nous apparaît logique : les SGP ont d'abord géré les fonds des autres (fonds de pension, assurances, etc.) et une fois qu'ils ont vu qu'ils ne perdent pas de l'argent ils utilisent le know how qu'ils ont développé en gérant cet argent pour le compte des autres pour vendre leurs propres fonds ISR.

Cependant, la part des petits investisseurs s'est accrue dans presque tous les pays étudiés. Les recherches d'Eurosif (2010) montrent que l'Autriche, l'Allemagne, la Belgique et la France ont tous vu leur part de marchés de produits d'investissement de détail augmenter sensiblement. La part des investisseurs individuels a augmenté, en raison d'une demande des consommateurs croissante. Les individus « riches » pensent que l'ISR est un bon investissement. Autrement dit, la demande croissante des investisseurs de détail est à la recherche d'investissements durables, ainsi que l'influence grandissante des personnes à hauts revenus (HNWI, High Net Worth Individuals).

### 1.1.2.3. Marché ISR Français

Historiquement, les fonds ISR sont plus développés dans les pays-anglo-saxons mais nous observons une croissance importante du nombre de fonds et des sommes investies en Europe et notamment en France. Cependant, en dehors des bourses développées l'ISR est un phénomène encore très marginal (Novethic, 2009). En 2009 les encours des fonds ISR s'établissent à près de 34 milliards d'euros. Le nombre de fonds passant de 227 en 2008 à 268 en 2009, dont 165 fonds actions, 43 fonds obligataires et 23 fonds monétaires. Cela ne représente encore que 2,3 % du total des encours financiers recensés par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers).

Les fonds qualifiés de « socialement responsables » représentaient en 2002 des masses financières très inégales selon les pays. Aux Etats-Unis, deux cents fonds environ géraient, en 2002, un montant de 2.200 milliards de dollars, soit 12% des 18 600 milliards de dollars gérés dans des supports de gestion collective mais, aux Etats-Unis, un seul critère d'exclusion suffit pour qualifier d' « éthique » un fonds de placement (la plupart ne retiennent d'ailleurs qu'un ou deux critères d'exclusion : tabac et alcool en premier lieu). Au Royaume-Uni, les fonds socialement responsables représentaient 52 milliards de livres sterling, soit environ 5% des fonds collectifs. En France où la création du premier fonds date de 1983, le mouvement commence à se développer : de 10 fonds en 1990, on est passé à plus de 55 en 2003. Mais les fonds gérés, passés dans le même temps de 300 millions d'euros à 3 milliards (contre 6 à 7 millions d'euros sur la place de Londres), restent encore limités (environ 0,5% des fonds actions), en décalage d'ailleurs avec l'intérêt exprimé par les différents acteurs : 73% des salariés se déclarent prêts à investir dans des fonds éthiques, selon un sondage Novethic (2004).

Au dernier jour de clôture de mai 2004, le site d'information spécialiste de l'ISR<sup>6</sup> comptabilisait 162 fonds ISR commercialisés en France, représentant un encours de 4.8 milliards d'euros. Il précise que cet encours n'a cessé de progresser régulièrement depuis le début de l'année (+9,5% en cinq mois !) avec la création de nouveaux produits (obligataires notamment), le basculement sous gestion socialement responsable de certains fonds préexistants et le marketing plus affirmé de ces produits que les grandes sociétés de gestion ont décidé de mettre en avant. Sur la base des statistiques mensuelles communiquées par

---

<sup>6</sup> [www.isr-info.com](http://www.isr-info.com)

l'Association Française de Gestion, la part de marché de l'ISR progresse sensiblement, son encours représentant, à la fin mai 2004, 0,49% des encours totaux OPCVM<sup>7</sup> et 1,24% des OPCVM « Actions » et « Diversifiés » contre respectivement 4,47% et 1,18% à la fin janvier.

Ce recensement n'est cependant pas exhaustif : s'il comptabilise bien l'ensemble des fonds ouverts au public, il ne tient pas compte de la gestion dédiée, ou sous-mandat. Ces fonds, spécialement créés pour certains investisseurs sont fermés au public et les montants qu'ils représentent sont méconnus. Mais la croissance de ce marché est tout aussi fulgurante, elle constitue même la cible privilégiée des asset managers socialement responsables (d'Humières, 2005).

En France, les services des SGP restent comme la préférence pour investissement en obligation (Eurosif, 2010). Cette constat montre qu'un côté la crise a impacté la performance des actions et d'un autre côté le développement des produits monétaires ISR. Le rapport soulève le problème que, en investissant dans autres choses qu'une entreprise les fonds ISR ont besoin d'une expansion du système de notation extra-financier, pour inclure notamment les obligations étatiques. Evolution du marché, l'ISR français a su résister à la crise. Effectivement, sa croissance a été une des plus rapides en Europe.

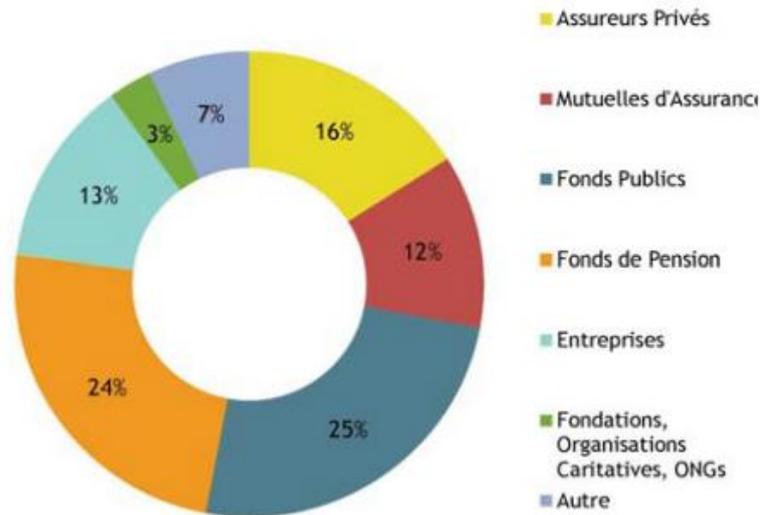
Selon Eurosif (2010), une prévision optimiste projette une croissance accélérée en raison de forte demande de tous les 3 types d'investisseurs : individuels (avec des nouveaux produits commercialisés), épargne salariale (avec la nouvelle législation) et investisseurs institutionnels (avec notamment la conversion des assureurs à l'ISR). 200 fonds ISR sont proposés aux épargnants français soit 6 fois plus qu'en 2001 (Novethic, 2009). Le total des encours ISR sont de 30 milliards d'Euros en 2008 contre 22 en 2007. L'origine des investisseurs est clairement dominée par les investisseurs institutionnels avec plus de 70% des encours totaux, traduisant l'impulsion donnée par les grandes organisations dans le monde de l'investissement. Cette croissance reflète « *la volonté des investisseurs institutionnels de s'approprier les approches extra-financières en ayant recours à de l'ISR "sur mesure" »* (Novethic, 2009). La tendance de la gestion collective montre aussi que l'ISR apparaît de plus en plus comme une valeur refuge pour les investisseurs.

---

<sup>7</sup> Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

La majorité, à 69%, des investissements des font à travers des fonds. Les investisseurs individuels gagnent des parts de marché représentent 11%. Les Banques et les compagnies d'assurance font des efforts pour leur vendre davantage de produits.

**Figure 11: Typologie des investisseurs institutionnels français**



Source : Novethic French ISR Survey 2009

Depuis quelques années, la France est un marché particulièrement dynamique pour l'intégration ESG. Cependant, les plus sceptiques affirment que les gestionnaires d'actifs qui utilisent cette approche n'ont pas encore clairement exposé la manière dont ces critères ESG sont mis en œuvre. Comme le souligne Novethic, « *les critères extra-financiers imposés aux actifs sujets à l'intégration ESG ne sont pas aussi stricts que ceux qui sont imposés aux fonds ISR, et les pratiques peuvent varier considérablement d'un gestionnaire à l'autre.* »<sup>8</sup> En termes de pratiques d'intégration, le tableau 1 nous détaille les différentes pratiques avec lesquelles que les SGP intègrent les critères extra-financiers à leurs pratiques existantes.

<sup>8</sup> Novethic, « Achieving Investment Objectives through ESG Integration », Document de travail, mars 2010.

**Tableau 1 : Différentes pratiques l'intégration des critères extra-financiers**

I. Pratiques employées pour l'intégration des critères ESG dans le processus d'investissement	Analyse thématique et recherches sur les critères ESG, soumis aux analystes financiers traditionnels	45%
	Analyste(s) ESG travaillant directement et régulièrement avec des analystes financiers traditionnels	29%
	Notation(s) ESG systématiquement incluses dans l'analyse standard	8%
II. Pratique de l'intégration	Sur chaque société du portefeuille	33%
	Sur une sélection de sociétés en fonction des risques	31%
	Au cas par cas	36%
III. Mise en place de formations ESG pour le personnel de l'organisation non spécialiste de l'investissement ESG	Dans une faible mesure	32%
	Modérément	25%
	Dans une large mesure	11%

Source : Eurosif (2010), page 15.

### 1.1.3. Débat autour de l'ISR

L'argument principal associé à l'attractivité des fonds ISR est leur pouvoir d'exercer une influence positive sur les entreprises, les poussant à améliorer leur responsabilité sociale (RSE). Ce lien est le plus souvent évoqué par les fonds ISR eux-mêmes. Pour attirer davantage d'investisseurs, outre l'argument d'une meilleure performance en comparaison avec les fonds dits « traditionnels », ils utilisent l'argument qu'ils peuvent encourager les entreprises à améliorer leurs pratiques environnementales et sociales (Haigh et Hazelton, 2004), soit leur RSE. Investir ou continuer d'investir dans des actions ou des obligations est perçu comme un encouragement, un vote de confiance, assorti d'une hausse du cours de

l'entreprise qui les émet et d'une baisse du prix de l'argent qui la finance (Pasquier-Dorothe et *al.*, 2001). Il est ainsi possible de promouvoir ou de décourager une activité. Cette sous-section est une revue sommaire de la littérature portant sur le lien entre ISR et RSE.

Le lien entre ISR et RSE est désormais évoqué par certains chercheurs mais ne fait pas encore l'unanimité de la communauté scientifique. A l'intérieur de la communauté scientifique les avis sont partagés sur le sujet : certes les fonds ISR, en adoptant l'utilisation des critères de screening comme prisme, interprètent le comportement et la performance des entreprises d'une façon particulière (O'Rourke, 2003). Certes leurs politiques d'activisme et d'engagement cherchent à influencer les entreprises. Mais leur capacité d'obtenir des changements de comportements à long terme fait l'objet d'un débat, dont les questions principales sont : comment mesurer cette influence ? S'agit-il vraiment d'un nouveau concept qu'on doit considérer séparément ? Y aura-t-il un impact sur l'équilibre général ? Cet impact sera-t-il positif ?

#### **1.1.3.1. Justification d'une approche pluridisciplinaire**

Le débat autour de l'ISR touche plusieurs disciplines et nécessite une approche pluridisciplinaire. Nous rappelons ici que les relations d'un investisseur avec les entreprises rentrent dans ce qu'on appelle la « gouvernance des entreprises » un domaine étudié conjointement par plusieurs disciplines des sciences humaines et sociales, dont certes la finance, mais aussi la sociologie, la gestion et l'économie.

Max Weber a déjà souligné au début du 20<sup>e</sup> siècle les spécificités de l'origine du capitalisme. Certains facteurs clés du capitalisme se retrouvent dans la pensée luthérienne dont par exemple l'individualisme de la relation à Dieu (traduction de l'individualisme croissant des individus), l'éthique de la besogne avec l'exaltation du travail et enfin l'ascétisme (esprit de la conservation avec accumulation des richesses). Ainsi, pour Max Weber cette éthique est « *entièrement dépouillée de tout caractère hédoniste, son but étant de gagner de l'argent, toujours plus d'argent en se gardant des jouissances strictement de la vie* » et donc compatible avec une activité aussi « mondaine » tel que l'investissement.

Bien plus, cette source d'inspiration religieuse a eu alors pour impact de condamner moralement le fait de ne pas faire fructifier ses biens que d'en posséder. Le travail et l'ascétisme aidant, le phénomène d'accumulation du capital est devenu le moteur des

économies avec l'utilisation à son maximum du cycle financier de l'économie. Le financement de l'activité ne devient possible que par ceux qui possèdent déjà un capital suffisant. Le bon protestant se doit alors d'investir, au profit de tous, y compris le sien.

Dans le domaine de la gestion, le profit est une rémunération variable, incertaine mais espérée, du risque pris par le détenteur d'un capital investi. L'existence du profit permet de rémunérer le risque pris par le détenteur du capital. En règle générale, plus le risque est élevé, plus le capital sera rémunéré, c'est-à-dire plus le profit sera élevé. En revanche, l'investisseur aura un risque important de perdre tout ou partie de son capital.

Or, il existe une distinction entre les notions de profit comptable et de profit économique. Le profit comptable représente la rémunération du capital investi par l'entrepreneur. Il peut varier en fonction de l'activité économique. Mais pour la théorie classique en science économique, la somme des profits à long terme en concurrence pure et parfaite est zéro en termes relatifs, c'est-à-dire en termes de profits économiques et non comptables. En effet, si le profit économique est supérieur à zéro dans un secteur de l'économie, les agents économiques vont se précipiter dans ce secteur afin d'engranger du surprofit ; néanmoins, l'accumulation de ces nouveaux agents (entrepreneurs, filiales d'entreprises, etc.) renforce l'offre de biens dans ce secteur, et par le système de concurrence, le profit économique va tendre vers zéro. La notion de profit étant centrale dans la réflexion économique actuelle, l'ISR n'échappe pas à la question.

Notre revue de la littérature inclut donc des arguments tirés de toutes ces disciplines et non pas uniquement de la discipline de la finance. En fin de compte « l'investissement n'a rien d'exceptionnel qui mérite son exclusion des considérations éthiques et morales qui pèsent sur tous les autres aspects de la vie » (Cowton, 2004).

Nous allons présenter ces arguments sous forme de débat, présentant d'abord les arguments pour et ensuite les arguments contre. L'objectif n'est pas de départager les avis mais de faire ressortir et faire comprendre au lecteur l'importance de l'enjeu en question. Pour ce faire nous regrouperons les arguments similaires en grandes catégories.

### **1.1.3.2. Arguments qui corroborent l'existence des liens ISR-RSE**

Commençons par rappeler que les moyens dont disposent les actionnaires pour influencer une entreprise sont principalement deux : *exit and voice* (Hirschman, 1970). L'option exit est un

signal fort mais termine la relation. L'option voice est moins radicale mais elle peut avoir un double impact sur une entreprise : d'une part à travers son droit de vote à l'Assemblée Générale (AG) résultat du vote et d'autre part sur l'effet que l'information de son intention de vote puisse avoir sur le cours de ses actions (Gillan et Starks, 2000).

#### - **Arguments liés à l'activisme actionnarial**

Le premier type d'argument rencontré qui corrobore l'existence d'un lien entre ISR et RSE est liée avec à influence de l'activisme actionnarial. L'explication proposée est que, même si le fonds ISR n'obtient pas l'effet escompté lors de l'AG, l'information que l'entreprise n'est pas tout à fait en concordance avec ses investisseurs est importante pour le marché financier et peut influencer des investisseurs potentiels. Ce phénomène est amplifié dans le cas des propositions véhiculées par les actionnaires eux-mêmes. Les « shareholder proposals » étant une des choses qui distingue les fonds ISR (Mallin, 2000), on peut alors imaginer que leur impact soit plus important.

Toujours dans le thème de l'activisme institutionnel, il faut rappeler la proposition des chercheurs (Akhigbe et al, 1997) que l'engagement peut constituer un instrument contre l'enracinement du dirigeant autre que la menace d'une OPA. Evidemment, le degré d'engagement peut varier significativement (O'Rourke, 2003). Or, le monde de la finance considérant l'enracinement comme source de dysfonctionnement dans le gouvernement d'une entreprise, les fonds pratiquant l'engagement trouvent une connotation positive.

#### - **Arguments liés à l'impact positif des fonds ISR**

Le deuxième type d'argument conteste que l'impact positif des fonds ISR ne soit pas limité exclusivement aux fonds qui pratiquent l'activisme et/ou l'engagement. Il maintient que même les fonds qui pratiquent « seulement » une forme de screening, c'est-à-dire d'exclusion de certaines entreprises de leur portefeuille selon des critères prédéfinis, peuvent avoir un impact sur les pratiques sociétales des entreprises. Une approche « best in class » a elle aussi des avantages (O'Rourke, 2002) : on peut imaginer que les entreprises qui remplissent les critères d'un tel fonds sont plus performantes grâce au développement des nouvelles technologies éco-efficientes, ainsi qu'à leur positionnement de leader sur le nouveau marché responsable. Les autres avantages de performance perçus dans les entreprises responsables sont la capacité de fidéliser des consommateurs, une tendance à éviter les litiges et la création

de barrières organisationnelles à l'entrée de nouvelles entreprises sur leur secteur (Watson et Emery, 2004). D'ailleurs, il semble que l'intensité du screening ait une influence sur la performance des fonds ISR, ceux affichant une meilleure performance étant les plus proactifs (Renneboog et *al.*, 2008).

On retrouve ainsi la notion de boucle vertueuse entre ISR et RSE : la meilleure performance des entreprises responsables récompensera les fonds ISR qui ont investi dans ces entreprises. Grâce à leur meilleure performance les fonds ISR vont pouvoir attirer davantage d'investisseurs (Cowton, 2004). On envisage qu'ils pourront donc peser davantage sur le marché financier, influençant la capacité de financement des entreprises, récompensant celles qui remplissent leurs critères sociétaux, et ainsi de suite.

Pour finir, des chercheurs (Renneboog et *al.*, 2008) identifient la possibilité que l'investisseur éthique démontre un comportement différent, prêt à assumer les frais de gestion plus importants des fonds ISR. Cela pourrait diminuer l'importance des inquiétudes par rapport à la sous-performance des fonds ISR (voir partie 2.2.1).

#### - **Arguments liés à la gouvernance d'entreprise**

Le troisième type d'argument est lié avec la gouvernance d'entreprise. Une entreprise qui répond positivement aux politiques d'engagement de ses investisseurs peut raisonnablement attendre qu'en cas de crise elle aura leur soutien (Mallin, 1999). En même temps, la communication et les actes des entreprises doivent (ou devraient) coïncider, et du point de vue des affaires, c'est dangereux à moyen-long terme de ne pas agir de façon responsable. Créer une réputation positive prend du temps mais le pouvoir des media internationaux peut la détruire en quelques minutes (Lindfelt et Tornoos, 2006).

Outre l'approche stakeholder qui a réussi à s'exprimer en termes du paradigme économique, deux autres modélisations de la gouvernance des entreprises peuvent être utilisées pour soutenir les liens de causalité entre ISR et RSE. Nous présentons successivement ces trois approches : approche stakeholder, approche INT (*Industrial Network Theory*) et approche dialectique.

C'est dans les années soixante-dix, période où les préoccupations éthiques commençaient à être prises en considération que l'approche stakeholder a fait son apparition. Présentée par Freeman, son concept principal est l'idée que le dirigeant d'une entreprise n'est pas

uniquement au service des actionnaires, mais de toutes les parties prenantes de la firme. L'approche combine Resource Based View, théorie de l'agence et coûts de transaction (Lindfelt et Tornoos, 2006) et les efforts de Mitchell essayant les conflits avec la notion de droits de propriété (Pesqueux et Damak-Ayadi, 2005). Dès les années quatre-vingt la théorie avait une bibliographie importante (Melé et Guillen, 2006) et toute référence à la RSE y passe forcément (Pesqueux et Damak-Ayadi, 2005). Grâce à cette bibliographie extensive l'approche stakeholder est sortie du cadre d'une « simple » modélisation du gouvernement des entreprises et a acquis une place parmi les théories de la firme.

En ce qui concerne les liens ISR-RSE, l'investissement responsable, qui fait sa percée dans les paradigmes dominant dans les années quatre-vingt dix, profite manifestement de l'ampleur dont bénéficie l'approche stakeholder : selon l'approche stakeholder les fonds ISR pratiquant l'engagement voient leur légitimité doublée, d'un part comme étant shareholder traditionnel et d'autre part comme faisant partie des stakeholders de l'entreprise. Ainsi les fonds ISR, s'appuyant sur cette approche déjà répandue, peuvent prétendre à une influence plus importante au sein des entreprises.

L'Industrial Network Theory (Lindfelt et Tornoos, 2006) utilise des métaphores de la théorie des réseaux pour comprendre le fonctionnement des structures du marché, leur positionnement et les relations entre elles. Son postulat est que l'échange des produits et services entre les entreprises, acteurs dans le réseau qui est le marché, influence le fonctionnement et les activités des entreprises. Ainsi pour l'INT le postulat qu'un investisseur puisse influencer l'entreprise est tout à fait acceptable, du moment que les deux entretiennent des relations sur le marché. Cela voudrait dire qu'il est possible pour un fonds d'investissement responsable d'exercer de l'influence sur une entreprise.

Un autre aspect de l'INT est qu'elle considère que l'identité de la firme n'est pas innée mais émerge à un certain moment, dérivée de son positionnement et des relations qu'elle entretient avec les autres acteurs du marché. Cet argument renforce l'importance des fonds d'investissement par rapport à l'épargnant/investisseur individuel. Le positionnement marketing des fonds ISR trouve ainsi un fondement concret.

Un dernier point important de l'INT est la notion de la coproduction : ses partisans expliquant que la valeur n'est pas créée *ex-nihilo* par le producteur mais qu'au contraire elle prend forme au moment de l'échange entre producteur et acheteur. La valeur étant « inventée »

conjointement, le positionnement éthique des deux parties devient important (Lindfelt et Tornoos, 2006). L'éthique est implantée (embedded) au cœur du marché et permet la création de la valeur, fondement de toutes les relations du marché. Ainsi les fonds éthiques retrouvent leur légitimité, et leur influence augmentée.

Une autre approche pour interpréter le gouvernement d'entreprise, celle de gouvernance « dialectique », peut également être utilisée pour soutenir l'existence des liens ISR et RSE. Il s'agit d'une approche institutionnaliste, qui reconnaît l'existence des dynamiques des collectifs qui peuvent exister au sein, ou autour d'une entreprise. C'est une position relativement peu populaire dans la recherche anglo-saxonne mais elle perçoit le système de gouvernance d'une entreprise d'une façon qui échappe à la distinction traditionnelle entre approches shareholder et stakeholder. Les relations dialectiques entre ces groupes, contribuent à la création de valeur mais les tensions entre eux requièrent des institutions qui vont régler les conflits d'intérêt entre eux démocratiquement (Palpacuer, 2006). Ces institutions peuvent prendre la forme d'une régulation étatique ou des initiatives unilatérales. Souvent une action individuelle est nécessaire pour lancer la création de l'institution qui sera ensuite limitée par un système de gouvernance qui représentera les intérêts des contributeurs au processus de production (Palpacuer, 2006).

Dans ce cadre la relation ISR-RSE est indirectement confirmée car, même si l'ISR est simplement une initiative unilatérale de la part des institutions financières, faire sa promotion peut éventuellement aboutir à son intégration dans le système de gouvernance des entreprises et ultérieurement à une prise en compte par le législateur.

#### - **Arguments liés à la modélisation économétrique de la RSE**

Le quatrième type d'argument liant ISR et RSE provient de la modélisation économétrique de la Responsabilité Sociale. Les bienfaits d'une surveillance par un mécanisme du marché ont été longuement soulignés (Jensen et Meckling, 1976). De plus, agir sur les entreprises à travers leur capacité de financement paraît être la meilleure approche pour les forcer à intégrer leur RSE d'après la modélisation économique.

De plus, la Responsabilité Sociale peut compléter les méfaits de la régulation pour combattre les externalités économiques (Ballet et *al.*, 2007). Une taxation supplémentaire ou un

resserrement de la législation peuvent pousser les entreprises à fuir les secteurs concernés. Cela est expliqué par le comportement opportuniste des entreprises (Coulon, 2006).

#### - **Arguments liés à l'analyse du discours RSE**

Le cinquième type d'argument est lié avec une analyse du discours autour de la Responsabilité Sociale. Ainsi l'idée d'un lien entre ISR et RSE peut être épaulée par la recherche de Foucault, en particulier en ce qui concerne son analyse du discours et les effets disciplinaires (Roberts et *al.*, 2006). D'une part, le discours ISR, de par son existence, pèse sur les entreprises. D'autre part, l'activisme, surtout la présence physique des représentants des fonds ISR dans les AG peut influencer les managers des entreprises. Le fait que, dans les grandes entreprises cotées on commence à créer des départements Relations Investisseurs démontre que le discours ISR peut infiltrer la culture des entreprises.

Aussi l'importance du rôle des business schools a été souvent soulignée (Salvary, 2004) dans la boucle ISR-RSE. Il est certain que l'intégration des prérogatives environnementales et/ou sociétales dans l'éducation des futurs cadres aura un impact dans leur comportement quand ils se trouveront en entreprise. Autrement dit, le lien ISR-RSE ne passe pas que par les fonds d'investissement.

#### - **Arguments liés au statut épistémologique de la RSE**

Le sixième et dernier type d'argument est d'ordre épistémologique et lié avec la nature de la discipline de la finance elle-même : nous pouvons constater des parallèles avec la façon dont l'adoption rapide de la formule Black-Scholes en 1973 a réussi à devenir une prophétie auto-réalisatrice une décennie plus tard (De Scheemaekere, 2006). Dans les deux cas on observe une adoption rapide par les praticiens du monde de la finance des modèles développés par les chercheurs, ainsi qu'une exportation des préoccupations qui appartiennent uniquement au domaine de la finance à d'autres disciplines. Le fait qu'elle partageait les mêmes présupposés théoriques (évaluation « risk-neutral » dans un univers où tout risque peut être assuré) avec le paradigme dominant a aidé la formule OPM de Black-Scholes de se retrouver vite généralisée et appliquée à des situations autres que son contexte initial limité (De Scheemaekere, 2006), ce qui arrive également aujourd'hui avec les critères d'investissement éthique.

Pour résumer, il faut rappeler les limitations inhérentes à la finance (De Scheemaekere, 2006) qui requièrent une interprétation relative et non pas causale de la finance. Son pouvoir

prédictif est peut être discutable, mais sa capacité de découvrir des nouvelles relations entre les variables du marché est incontestable. Actuellement la finance indique qu'il y a une relation à étudier entre ISR et RSE.

### **1.1.3.3. Arguments qui désavouent l'existence des liens ISR-RSE**

Certes les entreprises peuvent être à la recherche du bien-être. Or, il faut se rappeler que produire et agir sont deux choses différentes (Aristote)<sup>9</sup> qui ne conduisent pas forcément au même résultat. Ainsi l'assimilation d'une démarche ISR n'équivaut pas automatiquement à une action de promotion de la RSE. Des scientifiques de plusieurs disciplines se sont aperçus de cette discordance et critiquent l'existence d'un lien entre ISR et RSE, qu'il soit un lien direct ou indirect.

#### **- Critiques de l'efficacité du screening pur**

Le premier type d'argument contre est une critique de l'efficacité du screening pur. Comparés avec l'investissement « traditionnel » utilisant des critères d'investissement purement économiques, il existe deux inconvénients (Cowton, 2004) insurmontables liés à l'investissement éthique. Le premier est que les critères d'investissement éthique nécessitent la récolte d'une masse d'information supplémentaire qui augmentera forcément les frais de gestion d'un fonds éthique, même dans le cas d'une externalisation des frais (en utilisant une agence de notation). Le deuxième est que ces critères limitent forcément l'univers potentiel d'investissement, augmentant ainsi risque endémique du portefeuille, les études de cas qui soulignent que les fonds éthiques dépassent en performance les fonds « traditionnels » étant considérés comme des exceptions, n'ayant pas la force de modifier le paradigme dominant.

Il ne faut pas oublier que pour qu'un fonds puisse influencer une entreprise il y a une prérogative de taille minimum ainsi qu'un effet de boucle, qui fait que plus la taille du fonds augmente plus il peut exercer d'influence (Cowton, 2004). Or actuellement les fonds ISR ne font pas le poids pour influencer les grandes entreprises (Haigh et Hazelton, 2004). Pire, des chercheurs (Sparkes et Cowton, 2004) remarquent que les études effectuées jusqu'à maintenant et qui identifiaient une meilleure performance des fonds éthiques avaient été principalement basées sur des données des fonds de pension, qui ne peuvent donc plus être considérées comme représentatives.

---

<sup>9</sup> *Ethique de Nicomaque*, volume VI, chapitre 4.

Ceci est renforcé par le biais de sélection des fonds ISR vers les PME (Cowton, 2004). D'une part, il est probable qu'un fonds ISR va exclure les entreprises les plus grandes de son portefeuille parce qu'elles ont la réputation de ne pas s'aligner sur les critères éthiques. D'autre part, leurs actions seront exclues du portefeuille parce que, ceteris paribus, une plus grande taille d'information est nécessaire pour s'assurer qu'elles ne vont pas contrevenir aux critères éthiques du fonds. Ainsi l'impact des fonds ISR se trouve limité aux PME. Reste à trouver si on peut changer un marché sans influencer les market leaders.

Certes on pourrait assouplir les critères de screening pour inclure les grandes capitalisations, ce qui d'ailleurs en principe diminuerait le risque et améliorerait la performance des fonds ISR (Jennings et Martin, 2007) mais la frontière entre investissement éthique et traditionnel se brouillerait encore plus.

#### - Critiques de l'efficacité du dialogue

Le deuxième type d'argument est plus audacieux et critique l'efficacité de l'activisme. Nous n'avons pas encore mesuré s'il y a un impact substantiel de l'activisme institutionnel, c'est donc encore trop tôt pour commencer à parler des impacts d'un activisme institutionnel ISR dont l'effet de masse serait encore plus réduit. En effet, des chercheurs (Haigh et Hazelton, 2004 ; Sparkes et Cowton, 2004) dénoncent un empirisme myopique qui limite la généralisation des études de cas ou une corrélation positive entre les efforts d'un fonds et le changement de comportement d'une entreprise a été constaté.

Sur un autre plan, l'utilité de l'activisme peut-être elle aussi constatée. En effet, les exigences d'information et l'implication active des fonds dans l'AG rendent le jeu de gouvernance d'une entreprise encore plus compliqué qu'il l'était il y a dix ans avant que l'ISR soit conçu. L'implication des agences de notation environnementales et/ou sociétales, les nouvelles normes comptables et bien sûr la régulation étatique (loi NRE, Charbannes-Oxley Act, Cadbury Report etc.), devenues nécessaires, ne font qu'augmenter le niveau de complication de la gouvernance. Or plus le niveau d'expertise nécessaire pour gérer une entreprise augmente, plus l'enracinement du dirigeant se renforce (Pesqueux, 2005). L'idée que l'ISR puisse être un outil entre les mains des entreprises vient de renforcer cette optique (Cox et *al.*, 2004). Il faudrait donc étudier si, finalement, l'ISR n'aurait pas un effet inverse que celui escompté.

En ce qui concerne l'engagement, Stacey (1996) nous rappelle que les entreprises peuvent être réticentes à développer les relations avec les parties prenantes pour un double raison : premièrement, il faut du temps significatif de la part de l'entreprise et il faut une coordination avec les parties prenantes. Deuxièmement, parce que les entreprises sont composées par des individus qui ont peur d'une communication à double sens véritable et honnête, en raison des conflits provenant de la divergence d'opinion et en raison de la forte émotion liée aux questions des parties prenantes.

#### - Critiques en provenance de la finance comportementale

Le troisième type d'argument s'appuie sur la finance comportementale : vu la taille des fonds et leur politique de tenir un portefeuille équilibré, les fonds ne peuvent pas toujours s'engager sur une politique d'activisme (Mallin, 1999). Autrement dit, « exit » n'est pas toujours une option pour les fonds ISR. De plus, les échanges dans les coulisses entre un fonds et une entreprise, d'une part nécessitent une taille minimum, d'autre part augmentent les frais de gestion du fonds. Cela veut dire que, certes un fonds comme CALPERS peut avoir une telle politique (Gillan et Starks, 2000) mais un fonds ISR de taille modeste aura des difficultés pour utiliser une approche d'engagement.

Un autre problème est que, actuellement, aucune législation ne donne un pouvoir obligatoire aux propositions des actionnaires à l'AG (Gillan et Starks, 2000). De plus, à l'exception des Etats-Unis les contraintes pour faire une proposition sont souvent assez importantes. Un troisième problème est que les investisseurs institutionnels, dont les fonds ISR, ont tendance à voter en suivant la majorité, à l'exception des votes en rapport avec la composition et la rémunération du Conseil d'Administration (Mallin, 1999). On comprend que les fonds ISR ne sont pas prêts à influencer les processus à l'intérieur de l'entreprise. Au contraire ils sont encore loin du concept d'un investisseur responsable modèle (Mallin, 2001).

En même temps l'impact des fonds ISR sur les entreprises est difficile à discerner car, dans les cas de résultats sociétaux ou environnementaux positifs, les deux cotés, entreprises et fonds, essaient de s'en attribuer les mérites et les dividendes (Sparkes et Cowton, 2004).

Il ne faut pas oublier que l'activisme actionnarial est toujours considéré comme une forme d'intervention exceptionnelle de la part des fonds, une distinction qui renforce l'idée que le reste du temps la conduite corporate actuelle constitue toujours la norme acceptable (Roberts

et *al.*, 2005). Il est donc difficile de maintenir que l'activisme puisse faire la promotion d'un changement global du comportement RSE des entreprises.

#### - **Critiques du statut de l'approche stakeholder**

Le quatrième type d'argument met en cause le statut de l'approche stakeholder et donc sa capacité d'être utilisée comme preuve pour corroborer l'existence d'un lien entre ISR et RSE. Une critique de l'approche est qu'elle réduit le marché à un ensemble de projets personnels, ignorant le rôle de la culture d'entreprise (Melé et Guillen, 2006). De plus, dans son effort d'éviter le relativisme éthique, ses adeptes cherchent à établir des principes éthiques rationnels, qui échappent au domaine de l'économie (Melé et Guillen, 2006). Combiné à certaines fausses évidences utilisées elle semble devenue une idéologie plutôt qu'une théorie dans le sens de Popper (Pesqueux et Damak-Ayadi, 2005).

Une critique liée est que, vu ses diverses manifestations, nous ne pouvons plus être certains de l'objectif de l'approche stakeholder ; plus particulièrement on ne sait plus s'il s'agit d'une théorie descriptive, d'une théorie instrumentaliste ou d'une théorie normative (Pesqueux et Damak-Ayadi, 2005). Vingt ans après la première publication de Freeman, on ne peut toujours pas décider s'il s'agit d'une théorie autonome (Lindfelt et Tornoos, 2006).

Les différences de l'INT avec l'approche stakeholder sont l'absence d'un rôle central de la firme dans son réseau des parties prenantes ainsi que la relativisation de l'importance accordée au rôle des propriétaires et au dirigeant de la firme (Lindfelt et Tornoos, 2006). Mais, malheureusement, le fait que l'approche INT peut être intégrée dans l'approche stakeholder (Lindfelt et Tornoos, 2006) sème également des doutes sur son statut épistémologique.

Pour revenir à la question des liens ISR-RSE, ces critiques de la théorie stakeholder signifient qu'elle ne peut pas être encore utilisée comme argument pour soutenir l'existence d'un lien de causalité, du moment qu'on ne sait pas s'il s'agit d'une théorisation descriptive des faits ou d'une idéologie prescriptive.

#### - **Critiques en provenance de la modélisation économétrique de la RSE**

Le cinquième type d'argument provient des critiques d'économistes qui doutent de la capacité des fonds ISR à exercer une influence non-négligeable. Malgré la bonne volonté des fonds, il semble que, peu importe leur performance, ils ne pourront pas faire une différence. Une

traduction du problème en termes de paradigme économique (Beltratti, 2003) démontre que les fonds pratiquant le screening ne pourront en aucun cas avoir un impact sur l'équilibre général. En ce qui concerne les fonds pratiquant l'activisme, il semble qu'ils pourraient avoir un impact seulement s'ils arrivaient à devenir dominants. Ainsi l'hypothèse que les fonds ISR pourraient avoir un impact sur le comportement des entreprises (ce qui est traduit comme « avoir un impact sur l'équilibre général ») devient caduque.

Nous pouvons identifier quelques parallèles entre cette vision optimiste, voire utopique (De Scheemaekere, 2006), du potentiel de l'ISR avec la vision optimiste qu'avait Adam Smith de la main invisible. Même si Adam Smith lui-même semble avoir réalisé l'échec de son système idéaliste, son idée continue à être vénérée encore, même aujourd'hui (Salvary, 2004). Jusqu'à maintenant le lien entre ISR et RSE semble suivre la même route, bénéficiant d'une adoption rapide grâce à sa vision optimiste, malgré le manque de preuves ou d'arguments concrets.

#### - **Critiques de la motivation de la RSE**

Le sixième et dernier type d'argument critique la motivation sous-jacente de la Responsabilité Sociale. Certes les consommateurs et les fournisseurs de produits financiers ISR semblent être motivés par plus qu'un meilleur retour économique. Or une approche du phénomène en utilisant les théories de légitimation (Haigh et Hazelton, 2004 ; Pesqueux, 2005) suggère que l'ISR est un instrument qui sert à apaiser la mauvaise conscience d'une finance de marché qui dysfonctionne. L'aversion des fonds ISR pour l'intervention étatique démontre son vrai caractère d'outil de légitimation. Pire, cette fonction de légitimation interfère avec leur capacité, voire leur volonté, d'influencer positivement sur le comportement de l'ensemble des entreprises : l'objectif d'une intervention étatique sert toujours à intégrer des externalités ; or ce sont ces externalités, sociétales ou environnementales qui permettront aux fonds ISR d'avoir une meilleure performance que les fonds « traditionnels » (Haigh et Hazelton, 2004).

Un autre argument utilisé pour défendre l'existence d'un lien entre ISR et RSE qui pose problème est celui de l'effet de masse : rappelons que les fonds ISR eux-mêmes soutiennent qu'ils pourront plus facilement avoir un impact sur les entreprises lors qu'ils auront atteint une taille critique, individuellement et collectivement. Or une domination du marché financier par les fonds ISR n'amènera pas forcément une amélioration de la responsabilité environnementale et/ou sociale des entreprises : les contraintes de productivité et performance ne disparaîtront pas. Au contraire ils se trouveront eux aussi légitimés (Pesqueux, 2005).

Pire, l'incorporation des inquiétudes environnementales et/ou sociétales dans le paradigme dominant de maximisation encourt le risque de les voir évacuées de tout sens (De Scheemaekere, 2006).

Un autre problème avec l'idée que l'ISR puisse agir sur la RSE est qu'il renforce la notion d'entreprise « boîte noire » (Pesqueux, 2005) : il n'y plus besoin de s'intéresser à l'éthique de l'entrepreneur ou aux valeurs morales qui guident l'entreprise dans son ensemble du moment qu'elles peuvent être réglées, récompensées ou réprimandées, par un mécanisme du marché.

Une dernière proposition qui met en doute l'existence des liens de causalité entre ISR et RSE est qu'il s'agit simplement d'un moyen de renforcement d'une idéologie bourgeoise contre la régulation (Pesqueux, 2005). Ceci est concordant avec l'évolution du gouvernement des entreprises (Melé et Guillen, 2006) ainsi qu'avec le fait que les arguments qui soutiennent que les liens ISR - RSE sont procéduraux et téléologiques (Pesqueux, 2005). La légitimation d'un nouveau mécanisme d'autorégulation du marché, c'est-à-dire l'utilisation des fonds ISR à la place de la régulation, servirait ultérieurement iniquement les intérêts d'une classe bourgeoise de dirigeants et d'investisseurs, vidant de leur sens les notions de développement durable et de responsabilité sociale des entreprises, non seulement en théorie mais également en pratique.

Pour conclure, la question des liens entre ISR et RSE est loin d'être déchiffrée, surtout que malgré les études de cas on est loin d'avoir un consensus empirique. Cela fait partie du devoir des chercheurs d'essayer de « *fill in the details* » (Sparkes et Cowton, 2004, p.56). Pour ce faire il faudrait entreprendre des étapes préalables, avant que nous puissions nous prononcer sur le sujet, comme le soulignent des auteurs en faisant appel à des travaux de recherche complémentaires.

Ce qu'il faut retenir de cette sous-section est qu'il y a plusieurs points de vue théoriques par rapport à l'intérêt, voire la légitimité principale de l'ISR. Or l'ISR est encore en mutation, ce qui implique que le débat au sein de la communauté scientifique peut encore évoluer. Cette recherche doctorale aspire à y contribuer.



## **Section 1.2 : Manifestations divergentes de l'ISR**

Cette section étudie de plus près les diverses manifestations de l'ISR. Comme nous l'avons constaté dans la section 1.1.2 en étudiant les rapports Eurosif, il existe plusieurs définitions de l'ISR, même à l'intérieur de la même organisation. Cette divergence amène un effet boule de neige. Ces positionnements différents résultent de discours qui sont différents d'un pays à l'autre et même à l'intérieur des pays, d'un fonds à l'autre. Ces discours divergents attirent des acteurs différents. Par conséquent, les acteurs feront les choses différemment. C'est pour cette raison que nous observons des pratiques ISR assez variées.

Afin de mieux appréhender cette complexité, dans cette section nous présentons les différentes manifestations de l'ISR en forme d'arborescence, commençant par la différence la plus radicale – entre USA et EU comme on l'a vu dans l'historique de section 1.1.1 – et en étudiant les répercussions en cascade à chaque niveau par la suite. L'objectif de cette section est double : se familiariser avec les acteurs, critères et processus de l'ISR ; et apprécier leur diversité.

Pour ce faire, nous nous appuyons sur la comparaison initiale de l'ISR de Louche et Lydenberg (2006) au niveau européen-américain (tableau 2).

Les auteurs remarquent que, certes, étant donné la complexité du secteur financier et des pratiques ISR nuancées, les différences entre USA et EU ne sont pas toujours aussi prononcées qu'on pourrait le croire. Or, comme on l'a vu dans la section 1.1.2, même à l'intérieur de l'Europe, l'ISR se manifeste de façons assez divergentes d'un pays à l'autre. Nous pensons donc avoir besoin d'une trame pour regrouper toutes nos observations afin que le lecteur ne se perde pas. Nous utiliserons donc les regroupements de leur tableau comme case de départ.

**Tableau 2: Synthèse de différences de l'ISR entre Etats Unis et Europ**

	<b>US</b>	<b>Europe</b>
<b>Historical roots</b>	Religious background	
<b>Shared purpose</b>	A desire to redefine the relationship between corporations and society	
<b>Definitions</b>	Emphasis on personal values and social purpose	Emphasis on financial objectives and investment impacts
<b>Actors</b>	Retail investors SRI firms independent of the mainstream financial community Little government involvement	Institutional investors Mainstream financial community promoting SRI activities Substantive government involvement
<b>Vocabulary</b>	Social responsibility Fairness and justice Access to capital Wealth creation Exclusionary and qualitative screens Shareholder activism	Sustainability Eco-efficiency and business case Triple bottom line investing Best of class investing Negative and positive screens Engagement
<b>Strategies</b>	Exclusionary screen crucially important Positive screens stress judgment Activism often public and through proxy resolutions	Negative screens not emphasized Positive screens stress quantitative measurements Engagement often through behind-the-scenes dialogue

Source : Louche et Lydenberg (2006)

### **1.2.1. Divergences au niveau des définitions**

La gestion de fonds se distingue entre deux familles : les sociétés de gestion dédiées à l'investissement socialement responsable et les sociétés de gestion traditionnelles (Ferone et *al.*, 2001). Les premières utilisent une recherche en interne peu ou très développée. Les dernières se reposent sur l'achat d'une recherche externe fournie par des recherches provider indépendants. Dans la famille des fournisseurs de recherche indépendants, des lignes de partage existent également. Certains sont des mouvements non profit au service d'un lobby (congrégations religieuses, consommateurs, organisations non gouvernementales). D'autres sont des sociétés commerciales travaillent uniquement pour des investisseurs et des gérants de portefeuilles.

Les différents fonds existants reflètent ces évolutions et cette diversité d'approche mais il est cependant possible de dégager quelques caractéristiques communes : ils utilisent des critères qui ne sont pas exclusivement financiers pour la constitution des portefeuilles mais ne sacrifient pas la rentabilité financière ; ils font référence à des principes reconnus au niveau mondial comme le développement durable, les normes internationales ; ils peuvent, de plus, utiliser l'activisme actionnarial pour influencer la politique des dirigeants de l'entreprise.

Les fonds américains se basent sur des valeurs qui peuvent diverger d'un fonds à l'autre, tandis que les fonds européens tendent d'être plus « pragmatiques » et standardisés. Cela peut s'expliquer par le fait que les fonds américains religieux ont été les premiers à pratiquer un type (certes limité) de ce qu'on appelle maintenant ISR.

La définition USA est plus basée sur des valeurs, et donc par définition accepte sa subjectivité. Les définitions européennes sont davantage normatives, mettant l'accent sur l'équilibre entre impact social, environnemental et rentabilité. Cette définition est basée sur les trois piliers du Développement Durable, social, environnemental et financier, notion beaucoup plus appréciée en Europe qu'aux USA. Ainsi certains fonds parlent même de « triple bottom line » (*planet, people and profits*).

Cette divergence au niveau de valeurs sous-jacentes se reflète aussi sur la dénomination des fonds américains qui souvent ne cachent pas leurs affiliations d'ordre religieux ou éthique. Par contre les fonds ISR européens préfèrent des dénominations plus neutres faisant appel à la notion du Développement Durable, elle aussi plus neutre. Cette attitude peut s'expliquer par le fait que le marché européen est en train de se construire et donc il est préférable de ne pas exclure des investisseurs potentiels en faisant la promotion des valeurs qui risquent de ne pas faire l'unanimité.

Une dernière divergence de définition porte sur le contenu de ce que les américains et les européens considèrent comme investissement responsable : dans les deux cas ISR veut dire screening et activisme actionnarial. Cependant côté USA ISR peut également signifier « *community investing* ». Il s'agit d'une forme de philanthropie, chaque fois selon les valeurs dont le fonds essaie de faire la promotion, et qui généralement en Europe n'est pas regroupé avec les fonds ISR. C'est d'ailleurs pour cette raison que nous n'allons pas traiter des fonds solidaires dans cette recherche. Inversement, la notion européenne d' « engagement » n'est pas souvent associée avec l'ISR aux USA, probablement pour des raisons liées à la définition

de l'ISR mais peut être aussi en raison de la politique plus stricte de la SEC par rapport au délit d'initié.

Le tableau 3 ci-dessous résume les différentes définitions dans les pays européens et aux Etats-Unis.

Nous avons déjà souligné dans la partie précédente l'importance des actualités des ISR. Même si au sein de l'Europe, la définition reste encore uniforme avec une multitude de critères d'exclusion. Depuis 2002, Eurosif utilise les expressions Core et Broad ISR pour segmenter ce marché en pleine évolution. Cette approche vise à simplifier jusqu'à un certain point la complexité de ce secteur, où les approches sont variées. Par exemple, selon la définition « stricte » les actifs des ISR gérés en France ne compte que 50,7 milliards d'euros tandis que le montant s'élève à 1800 milliards d'euros selon la définition élargie. Nous synthétisons les différentes stratégies de ces deux segmentations de l'ISR par le tableau 4 ci-dessous.

Le Saout et Buscot (2009) illustrent une typologie des fonds ISR qui englobe les diverses approche cohabitent sur le marché de l'ISR (figure 12). Cette cartographie des fonds revendique une « *appartenance au domaine de l'investissement socialement responsable.* » (p.155). Les autres regroupent ces différents fonds en cinq catégories :

- Les fonds d'exclusion : les premiers à avoir vu le jour à la demande de communautés religieuses désireuses d'investir mais soucieuses de ne pas aller à l'encontre de leurs convictions.
- L'activisme actionnarial : l'ensemble des actions prises par des investisseurs soucieux d'éthique en tant que propriétaires de l'entreprise. Par l'exercice des droits de vote, l'activisme constitue un moyen d'incitation à la RSE. Il vise en effet à orienter le comportement de l'entreprise vers un niveau de responsabilité sociale plus élevé afin de valoriser les intérêts de toutes les parties prenantes.
- Les fonds thématiques : il utilisent un filtre positif afin de prôner certaines valeurs comme l'environnement (fonds verts) et le social (fonds rouges). L'offre de tels fonds s'est sensiblement étoffée au cours de ces trois dernières années et fait l'objet de réserves, en particulier pour les fonds environnementaux, par certains spécialistes de l'ISR.

**Tableau 3 : Exemples des définitions de l'ISE en Europe et aux Etats-Unis**

<b>SIF</b>	<b>Designation used</b>	<b>Definition</b>
<b>US SIF</b>	Socially Responsible Investment	To integrate personal values and societal concerns with investment
<b>Eurosif European SIF</b>	Socially Responsible Investment	To combine investors' financial objectives with their concerns about social, environmental and ethical (SEE) issues. SRI considers both the investor's financial needs and an investment's impact on society.
<b>Belgium SIF</b>	Sustainable Investment Socially Responsible Investment "BELSIF" prefers not to use the term 'ethical investment' because this terminology implies a limited approach and because of its moralistic and sometimes negative connotation."	To invest in a sustainable and socially responsible manner means "to follow a policy which, in its formulations and its execution, holds account of the economic, social, ecological or cultural effects of the process of investment, as well in the short run as in the long run, and to dialogue on this subject with the relevant social stakeholders.
<b>French SIF</b>	Socially Responsible Investment	<ul style="list-style-type: none"> <li>- To recognize that an investor is in some way responsible for a part of the results caused by any economic activity</li> <li>- To decide to accept this responsibility, by identifying the investment and the risk taken, and to show solidarity with the beneficiary company</li> <li>- To broaden the horizon of investment to include the time necessary for development of all necessary aspects</li> <li>- To widen the performance criteria to include social and environmental standards related to the activity one is investing in.</li> </ul>
<b>German SIF</b>	Sustainable investment	To take into consideration beside financial aspects also social, ethical and ecological aspects.
<b>Italian SIF</b>	Socially responsible investments	To take into consideration social, ethical character in the selection processes and management of the investments
<b>Dutch SFI</b>	Sustainable investment Ethical investment	To assess potential investments not only according to financial but also environmental and social criteria. Criteria of this kind can have a positive character (demonstrating a company's ability to look ahead) or a negative one (showing unacceptable aspects).
<b>Swedish SIF</b>	Sustainable investment	Investment that in addition to financial criteria, also takes social, ecological, and ethical factors into investment decision-making processes.

Source : site web SIF, août 2005

**Tableau 4 : Segmentation ISR Core et Broad selon Eurosif**

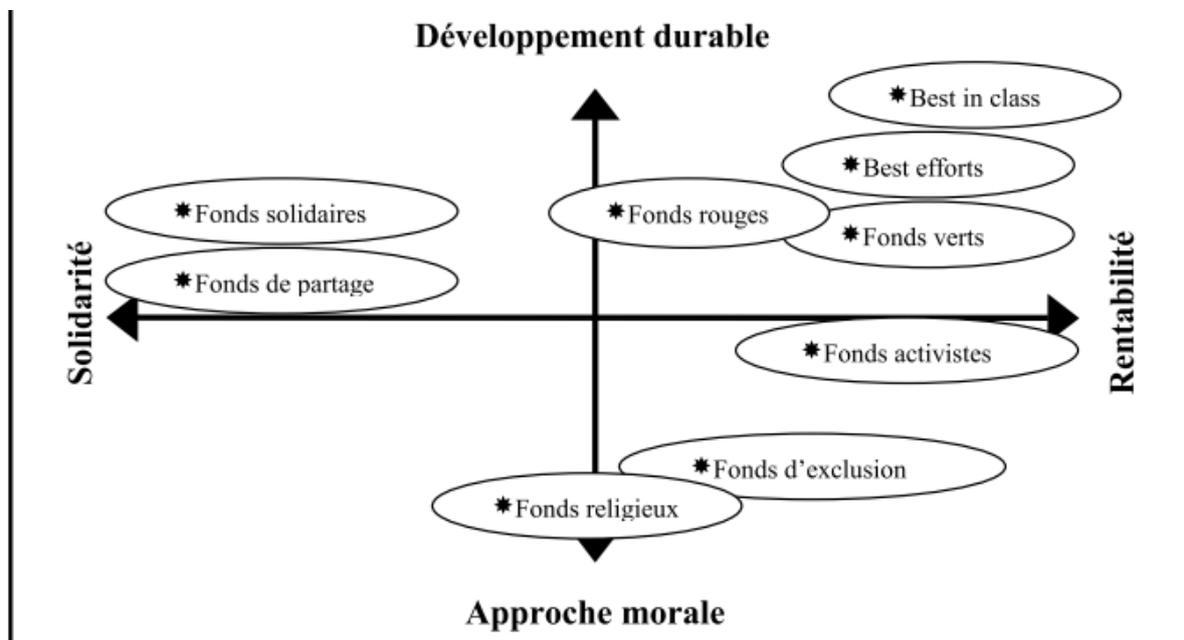
Segmentation	Stratégie	Explication	Pays représentatifs
<b>Core ISR</b>	Exclusions normatives et éthiques	Processus d'identification et d'exclusion des sphères d'investissement d'entreprises en violation de certains principes (fondés en général sur des normes environnementales, sociales, éthiques et législatives reconnues sur le plan international)	Pays scandinaves, Pays-Bas
	Sélection best-in class	Les gestionnaires de portefeuilles sélectionnent les sociétés les plus performantes dans un secteur ou une catégorie spécifique, en fonction de leurs capacités à affronter les enjeux ESG pris en compte.	France, Belgique, Finlande
	Fonds thématiques	Investis en grande partie dans le secteur des « énergies propres », telles que éolienne, solaire et géothermique, des énergies renouvelables, ainsi que la santé ou l'alimentation.	Suisse
<b>Broad ISR</b>	Filtrage par exclusions simples	Les actifs gérés avec une stratégie d'exclusion simple (pas plus de deux critères négatifs) représentent 1,000 milliards d'euros. Ceci résulte un petit nombre de gestionnaires de fonds. Cette « pollinisation croisée » entre gestionnaires de fonds de différentes nationalités est une tendance nouvelle sur le marché de l'ISR. Plus de transparence, ainsi que la nécessité de renforcer les capacités, rend, au fil du temps, le marché européen de l'ISR plus collaboratif.	Pays-Bas, Italie, Belgique, Suède
	Intégration	Intégration explicite par les gestionnaires d'actifs, des facteurs de risques ESG dans l'analyse financière traditionnelle. Elle représentait 2,800 milliards d'euros ASG fin 2009. Donc dans certains pays cette approche est encore controversée et manque de légitimité.	Pays-Bas, Belgique, France (N°1)
	Engagement	En Europe, les pratiques d'engagement représentent 1,500 milliards d'euros. C'est pratique au niveau national et international. Les définitions et le focus varient selon le pays. Contrairement aux USA l'utilisation du droit de vote est rarissime. Les activités d'engagement concernent principalement les enjeux de gouvernance, suivis par les enjeux environnementaux et sociétaux. L'engagement ESG diffère énormément d'un pays à l'autre, voire entre gestionnaires de portefeuilles à l'intérieur d'un même pays. Ces différences « culturelles » dynamisent le marché européen de l'engagement. C'est l'un des domaines où les investisseurs européens diffèrent le plus de leurs homologues nord-américains.	Royaume-Uni (N°1), Pays-Bas, pays scandinaves

- Les fonds *best in class* : prisés par les promoteurs d'OPCVM ils sont une réponse à la difficulté de concilier performance boursière et performances extra-financières. La réduction de l'univers d'investissement du gérant, synonyme de moindre

diversification, signifie que la rentabilité ajustée du risque des portefeuilles ISR ne peut être que plus faible que celle des portefeuilles traditionnels.

- Les placements solidaires : à la différence des autres fonds, les souscripteurs acceptent de reverser pour tout ou partie les revenus générés par leurs investissements à des organismes à but humanitaire ou à des organismes qui soutiennent la cause que les investisseurs souhaitent défendre.

**Figure 12: Cartographie des fonds ISR**



Source : Le Saout et Buscot, 2009, page 156.

### 1.2.2. Divergences au niveau des acteurs

Cette divergence de perceptions de l'ISR a conduit à la plus grande différence quand à l'ISR des deux cotés de l'atlantique, qui se trouve au niveau des acteurs en faisant la promotion : puisque pour les américains l'ISR est n'est que l'expression de valeurs d'un groupement d'actionnaires le législateur, le gouvernement ou même la recherche académique n'a pas senti l'obligation d'en faire la promotion. Par contre en Europe, puisque les fonds ISR ont tenu un discours de promotion du Développement Durable, qui, on le rappelle est censé se préoccuper du bien être des présentes et des futures générations, indifféremment de leur statut

d'actionnaire, l'ISR européen s'est trouvé appuyé par la communauté académique et plusieurs gouvernements. Ainsi l'ISR a réussi à devenir aussitôt « *mainstream* » en Europe, malgré le fait qu'il a été adopté et développé quelques décennies plus tard que son homologue américain.

Quant au rôle de l'état, la plus grande différence semble être que les gouvernements Européens ont un rôle actif à la promotion de l'ISR. Le précurseur a été le Royaume Uni ayant passé en premier une législation obligeant les fonds de pension de mentionner leur degré d'engagement en ISR en 1999 mais la France, l'Allemagne, l'Hollande, la Suède et la Belgique ont suivi en 2001, l'Autriche en 2002, l'Espagne en 2003 et la Belgique et l'Italie en 2004. Ces législations ont été des accélérateurs importants du développement de l'ISR en Europe (Eurosif, 2010). Ils expliquent la croissance importante et soudaine des actifs ISR gérés et la volonté improbable du secteur financier d'adopter les pratiques ISR.

Les deux cotés de l'atlantique ont vu le développement récent des équipes maisons spécialisées ISR. Aux USA historiquement, comme ce que nous avons mentionné ci-dessus, les acteurs ISR ont été des individus individuels. Etant donné que, au moins au niveau Fédéral, les USA n'ont pas affiché leur intérêt à promouvoir l'ISR, le secteur financier ne l'a pas embrassé et intégré dans ses pratiques comme il l'a fait en Europe.

Au niveau de la taille des institutions, autre grande différence (et corolaire) est qu'en Europe les fournisseurs d'information ISR font partie intégrale des services « *sell-side* » qui constituent l'infrastructure du marché financier ; et non pas des firmes indépendants comme aux USA. Il va de même pour les fonds ISR, fournisseurs des produits financiers ISR : en Europe ils sont progressivement acceptés comme faisant partie courant principal (« *mainstream* »), tandis qu'aux USA ils continuent à rester sur les marges, autant de la communauté théorique que celles des praticiens, malgré le fait qu'ils y existent depuis plus longtemps. Notre explication est que, dans les pays européens qui ont adopté une régulation, voir législation pro-ISR, les acteurs sel-side et buy-side ont été obligés de sy adapter.

Autre conséquence que Louche et Lydenberg (2006) remarquent est que, finalement, l'activité ISR en Europe est au service des investisseurs institutionnels, tandis qu'aux USA l'ISR est une activité faite par et pour des individus et les institutions de petite taille.

Pour finir, un petit mot sur les agences de notation extra-financière : les premiers analystes ISR en Europe sont des jeunes gens aux profils scolaires généralistes, parfois militants, employés par des organisations indépendantes financées par des investisseurs privés ou publics (Giamporcaro-Saunière, 2006). Ces organisations fournissent de l'information extra-financière à des investisseurs sous la forme d'un abonnement. Ces structures ont évolué par une série de fusions acquisitions nous nous retrouvons avec le topo actuel d'une ou deux agences maximum par pays.

A contraster avec l'évolution de la notation aux USA où les premiers analystes étaient employés par les fonds d'investissement religieux eux-mêmes :

- la publication des analyses n'est venue que plus tard ;
- elle ne s'est pas faite pour en tirer une récompense directe mais plutôt pour faire du lobbying ;
- où on observe que les agences de notation ont gardé la même taille depuis la sensibilisation des années 70 (dont nous avons parlé dans le chapitre 1.1.1) sans entamer une phase de consolidation à l'Européenne.

### **1.2.3. Divergences au niveau du discours**

Ces différences se répercutent également sur le discours qu'emploient les acteurs et qui entoure l'ISR. Comme on l'a expliqué, les fonds ISR américains n'ayant pas peur de brandir leurs valeurs et convictions préfèrent parler d'« activisme » pour forcer l'entreprise à assumer ses responsabilités ; tandis que les européens traitent leurs relations avec les entreprises en tant qu'« engagement » à la promotion du Développement Durable, en réservant l'activisme pour les cas rares - ou, comme Mallin (2000) l'observe, en ne le pratiquant pratiquement pas.

Au niveau des différences de dénomination, en ce qui concerne les pays anglophones, aux USA les termes « SRI » et « social investment » sont privilégiés tandis que le terme « ethical investment » est préféré au Canada et au Royaume Uni. En ce qui concerne l'Europe Continentale, malgré la multitude des langues, le terme « Investissement Socialement Responsable » (ou sa traduction équivalente) est prépondérant ; le terme « investissement éthique » est généralement évité pour éviter aussi les connotations religieuses, culturelles ou politiques, beaucoup plus importantes en Europe qu'aux USA.

Etant donné que l'ISR appartient désormais au courant principal, il voit son vocabulaire se complexifier avec l'introduction des notions financières comme « sustainability », « eco-efficiency », « triple bottom line », investissement « best of class », risque et retour financier, « screening positif ou négatif », et « engagement » avec les entreprises. Aux USA, où l'accent est mis sur les valeurs individuelles, la justice, la création de richesse, « screening d'exclusion ou screening qualitatif » et « activisme » contre les entreprises. Les auteurs démontrent que, même quand les mots (ou leurs traductions) coïncident, comme par exemple semble l'être le cas avec les deux déclinaisons du screening, les notions derrière elles ne coïncident pas forcément.

Le point de vue Européen est que l'ISR est un processus en évolution, dont les pratiques deviennent de plus sophistiquées, nécessitant plusieurs itérations pour se perfectionner. Le point de vue USA est plus statique, fonctionnant selon la logique que l'ISR est une notion simple et individuelle, qui existait depuis longtemps et dont, simplement, les instruments de mise en place étaient moins développés.

De plus, probablement en raison de leur lien perçu avec le Développement Durable, les fonds européens perçoivent l'ISR comme une chose dynamique, qui est censé évoluer d'une génération à l'autre. Par contre les américains, percevant l'ISR en tant qu'expression des valeurs préexistantes ne sentent pas forcément le besoin d'une constante évolution de l'ISR et par conséquent de ses manifestations, techniques ou pratiques.

McCann, Solomon et Solomon (2003) ont recherché les différentes interprétations théoriques employés pour identifier la nature elle-même de l'ISR, Nous synthétisons sous forme de liste l'ensemble de ces discours à partir de leurs propositions parce, outre leur utilité théorique, il s'agit aussi des arguments qui peuvent être repris par les fonds ISR eux-mêmes pour se justifier.

- L'ISR a été développé comme une réaction à la globalisation croissante des affaires, pour restaurer l'intimité (et pourquoi pas la responsabilité) des entreprises.
- L'ISR est le fruit du nouveau discours sociétal lié au Développement Durable et la RSE.
- L'évolution récente de l'ISR est le résultat du développement d'une « culture du risque » associé à la domination du modèle financier sur la sphère économique.

- L'ISR est un résultat du consumérisme et donc juste une tactique pour satisfaire la demande croissante pour des nouveaux produits financiers. A noter que, d'après cette interprétation, l'aspect SR serait donc presque un effet secondaire.
- L'évolution récente de l'ISR est le résultat de la domination des médias, qui a eu comme résultat l'intégration de l'opinion publique dans la sphère économique.
- L'ISR est un moyen de légitimer le capitalisme en rendant un caractère éthique à la bourse et aux entreprises cotées.
- L'évolution récente de l'ISR est le résultat d'un malaise généralisé du monde occidental lié à l'absence de valeurs directrices.

A noter que les auteurs trouvent que, dans le contexte de leur recherche, les discours des interviewés semblent confirmer la première, la deuxième et la quatrième proposition. Cette dernière, trouvent les auteurs, est probablement liée avec le caractère religieux du capitalisme issu de l'éthique protestante (Weber, 1920). Nous pouvons donc imaginer que, dans un contexte français (et non pas anglais) on pourrait rencontrer une des 4 autres interprétations.

#### **1.2.4. Divergences au niveau de la mise en place**

Aux USA la mise en place de l'ISR se fait à travers les trois pratiques suivantes : screening, activisme, et investissement solidaire. En Europe les 3 pratiques principales sont : screening, engagement, et activisme et exercice des droits de votes. Les auteurs remarquent que ce que les USA appellent simplement « activisme » l'Europe le décline en « négociation discrétionnaire » avec l'entreprise et "confrontation ostensible". Ils rappellent aussi qu'en Europe l'investissement solidaire n'est pas considéré comme faisant partie de l'ISR, étant donné qu'il implique différents acteurs, motivations et objectifs.

Ci-dessous nous découvrirons que les critères américains sont beaucoup plus du type négatif, tandis que les EU sont positifs (*best in class*). Donc finalement il a très peu de pratiques communes entre les Etats-Unis et l'Europe.

##### **1.2.4.1. Différences au niveau screening**

Concernant le screening négatif : Les auteurs trouvent que, généralement, en Europe on exclut moins des secteurs d'activité en fonction des critères prédéfinis. D'ailleurs ces critères de screening négatif varient considérablement d'un pays européen à l'autre. Par contre aux USA

les exclusions font partie intégrale du processus ISR. Nous estimons que ces observations sont très importantes pour notre recherche : selon le MEDAF exclure un secteur réduit l'horizon d'investissement, donc augmente le bêta, et donc augmente le risque d'un portefeuille sans augmenter le retour financier contrepartie.

Concernant le screening positif : cette approche est plus développée en Europe parce qu'aux USA les agences de notations, indispensables pour une approche qualitative, ne se sont pas encore développées<sup>10</sup>. De plus, comme pour les critères négatifs, les critères varient d'un pays Européen à l'autre.

#### **1.2.4.2. Différences au niveau des placements**

Nous avons remarqué dans la section 1.2 que, selon le Rapport Eurosif, les investisseurs institutionnels, en particulier ceux qui contractent des engagements à long terme, placent majoritairement leur argent dans des investissements à rendement fixe. Nous tenons à signaler ici que cette tendance est logique puisque, suite à la crise, les investisseurs cherchant la stabilité. Nous rappelons ici au lecteur qu'une obligation rapporte des revenus stables et, au moins en principe, garantis tandis que les revenus d'une action ne sont ni stables ni garantis. Cependant, quand les investisseurs se tournent vers le marché obligataire, ils plébiscitent par définition les grandes capitalisations qui sont les plus grands émetteurs d'obligations ; les besoins en emprunts des moyennes capitalisations peuvent souvent être servis par des banques. De plus, les frais des banques d'affaires constituent souvent un frein à l'accès du marché obligataire par les moyennes capitalisations, ce qui renforce le biais de grande capitalisation.

#### **1.2.4.3. Différences au niveau de notation extra-financière**

La première chose qu'il faut souligner quand on parle d'agences de notation est que les destinataires de ces informations sont les investisseurs institutionnels. Cette pratique est diamétralement opposée à la production des informations financières par agences de notation qui s'adressent aux entreprises ayant émis le titre. C'est pour cette raison qu'il faut traiter les agences de notation extra-financière comme faisant partie des fournisseurs d'analyses « *sell-side* » que des agences de notation dans le sens traditionnel.

---

<sup>10</sup> Comme nous l'avons déjà mentionné dans la partie acteurs - taille des institutions.

Cependant nous soulignons une importante distinction au niveau des pratiques avec les autres analystes sell-side. Malgré un fil conducteur commun, par exemple les grands textes et conventions internationales, il existe autant de référentiels de notation que d'agences en exercice. La note est une technologie invisible qui véhicule en partie les valeurs et les modèles de l'agence, ses représentations des attentes des parties prenantes ou de l'intérêt général. Ceci n'est pas le cas pour les analystes financiers dont le MEDAF est le référentiel universel. Cette différence fondamentale fait qu'il est encore difficile de déterminer si la notation extra-financière finira par faire partie du milieu établi des fournisseurs d'information « sell-side ».

De plus, ces référentiels peuvent être adaptés aux référentiels utilisés en interne chez les SGP et leurs analystes maison (« buy-side »). Il s'agit d'encore une différence au niveau pratique avec les autres analystes sell-side.

Quant à l'analyse buy-side, même si certaines sociétés de gestion commencent à être dotées de compétences internes d'analyse extra-financière et revendiquent leur expertise sur la question, elles ne semblent pas dans leur majorité prêtes à faire l'investissement humain et financier qui leur permettrait de faire l'effort de recherche permettant de faire la jonction entre analyse financière et analyse extra-financière. Elles laissent pour le moment la place aux agences d'analyse et de notation extra-financières et aux courtiers à qui elles font depuis 2004 des signaux clairs pour qu'ils s'investissent dans la recherche ISR (Giamporcaro-Saunière, 2006).

Selon la recherche de Giamporcaro-Saunière (2006), certaines agences intègrent très fortement dans ces grilles d'analyse des critères d'exclusion divers sur le tabac, l'alcool, les armes, la pornographie, la contraception et l'avortement, le nucléaire, le traitement des animaux, le travail des enfants, la violation des droits de l'homme et du travail. Les agences anglo-saxonnes sont le plus fréquemment positionnées sur ce créneau de l'exclusion. D'autres comme Vigeo se refusent à appliquer ce type de critère. Elles sont nombreuses à ne pas les adopter dans leur grille d'analyse générale mais à toutefois proposer un service sur mesure si le client investisseur le souhaite.

#### 1.2.4.4. Différences au niveau activisme et engagement

Les auteurs remarquent qu'en principe l'activisme et l'engagement de deux côtés de l'Atlantique partagent le même but : dialoguer avec des sociétés cotées afin d'améliorer les pratiques sociales et environnementales. Or les pratiques varient.

Concernant l'activisme, les actionnaires ont la possibilité de faire des propositions à l'Assemblée Générale d'une entreprise et d'y exercer leurs droits de vote. Entre elles certaines font la promotion des initiatives ISR. Cependant certaines propositions peuvent être rejetées avec l'accord du régulateur des marchés financiers aux USA, la SEC. D'autres, notamment celles qui réclament davantage de reporting environnemental et sociétal, sont négociées directement avec les cadres des entreprises concernées et retirées du processus de vote quand les entreprises acceptent de se plier. Réussir dans ce type de négociations représente l'apogée des réussites de l'activisme.

Concernant l'engagement, en Europe l'engagement prend lui aussi la forme de dialogue avec les entreprises. Les gestionnaires des fonds ISR le pratiquent de plus en plus. Ils abordent principalement les sujets de gouvernance et de Développement Durable.

Les managers qui sont particulièrement actifs travaillent en collaboration avec des ONG pour dialoguer avec les entreprises concernant d'autres sujets comme le changement climatique ou la corruption. Finalement, il existe désormais des initiatives d'engagement collectif, mutualisant (« pooling ressources ») les capacités de recherche ou les droits de vote des fonds (Louche et Lydenberg, 2006).

Wiedemann-Goiran et *al.* (2002) distinguent trois types de pratiques des fonds ISR : sélection ex-ante des valeurs, intervention des investisseurs dans la vie des entreprises, et soutien au développement local. Ces fonds ISR ne doivent pas être confondus avec les « fonds de partage » ou « d'épargne solidaire » qui interviennent pour financer des projets favorisant l'insertion de personnes défavorisées ou le développement de zone en difficulté ; ces projets ne seraient pas financés par le système financier classique en raison de leur fiabilité ou de leurs risques supposés ; les épargnants renoncent alors à une partie de leur rémunération pour soutenir ces actions.

Schématiquement, trois approches coexistent aujourd'hui en matière d'investissement socialement responsable. Une approche négative amenant les investisseurs à exclure de leur

univers d'investissement des secteurs et des entreprises au motif qu'ils ne sont pas « éthiques » ; une approche positive les conduisant à intervenir dans les sociétés qui réalisent les meilleurs performances environnementales et sociales et présentent les meilleures perspectives de développement de leur activité ; une approche proactive dans laquelle les investisseurs tentent de faire évoluer la politique des entreprises, soit par l'activisme actionnarial, soit par la conduite d'un dialogue permanent avec elles.

En pratique, ces approches tendent à se conjuguer. Ainsi, la majorité des gestionnaires de fonds rencontrés à l'étranger éliminent des secteurs d'activités, retiennent les entreprises qui réalisent les meilleures performances sociale et environnementale et développent une politique active de dialogue avec les entreprises. Cependant, chacun d'entre eux utilise des critères d'évaluation de la responsabilité sociétale des entreprises qui lui sont propres.

Quelle que soit la nature du fonds, les obligations des gérants vis-à-vis de leurs mandants sont encadrées par la loi : ils doivent gérer le fonds au bénéfice exclusif des participants avec compétence et prudence et doivent en apporter la preuve. Les gérants de fonds, notamment aux Etats-Unis, doivent ainsi prouver que le fait de tenir compte de critères extra-financiers ne détériore pas la performance financière.

Les gérants utilisent un double niveau de critère : les critères financiers classiques (rentabilité, risque) et des critères extra-financiers. Les informations et évaluations des performances sociétales sont produites soit par des services ad hoc internes chez les gestionnaires de fonds, soit par des agences de notation spécialisées. L'évaluation met en œuvre soit des filtres d'exclusion, soit des critères positifs.

Les portefeuilles d'ISR peuvent être constitués selon deux modes de gestion différents (Capron et Quairel-Lanoizelee, 2004). La première méthode est celle de la « gestion exclusive » : le portefeuille ne comprend que des entreprises qui bénéficient d'une évaluation positive (*the best in class*, par secteur). Les fonds constituent des portefeuilles d'investissement dans les sociétés leaders en matière de développement durable dans leur pays et dans leur secteur. Le désavantage de la gestion exclusive est que cela réduit très fortement l'univers d'investissement et cette moindre diversification accroît le risque de gestion du portefeuille. La deuxième est la « gestion intégrée » : les titres sont choisis sur la base d'une analyse financière positive ou dans un univers de référence (par exemple CAC 40 ou Standard et Poor's) ; puis les entreprises de cet univers qui bénéficient d'une évaluation

sociale et environnementale positive sont surpondérées dans le portefeuille par rapport à celles qui ont de moins bonnes performances sociétales. Le désavantage est que la gestion intégrée suppose de rester actionnaire d'entreprises moins performantes et peut s'accompagner d'une approche de dialogue actif auprès des dirigeants et de l'exercice des droits de vote pour influencer les stratégies.

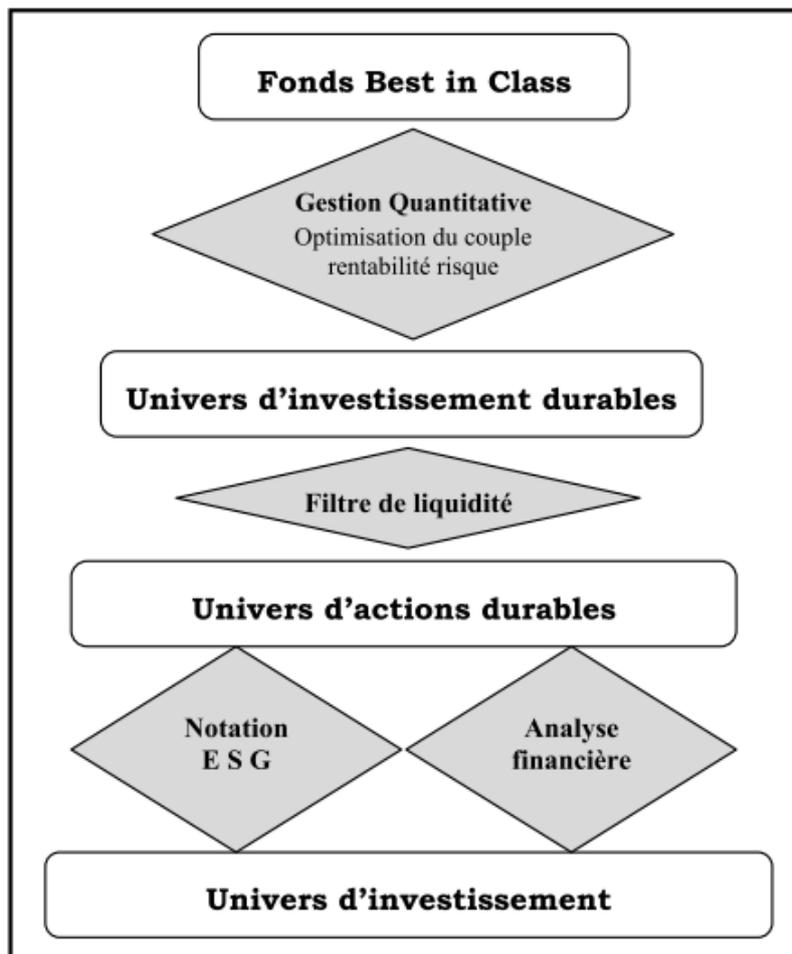
A la diversité des critères s'ajoutent une grande hétérogénéité des pratiques : d'une part, les méthodes d'analyses sociétales ne sont pas stabilisées et les critères de filtrage (« screening ») et de notation (« rating ») varient d'une agence à l'autre, ce qui explique que des entreprises peuvent être considérées comme socialement responsables dans une analyse et pas dans une autre. D'autre part, les gestionnaires de fonds utilisent des techniques fortement différenciées. Certains excluent des entreprises mal notées dans l'absolu, tandis que d'autres s'intéressent plus aux progrès qu'elles réalisent par rapport soit à leur situation initiale (évolution historique), soit aux efforts réalisés par des entreprises similaires œuvrant dans un même secteur (évolution relative). Enfin certains gestionnaires construisent leur portefeuille de manière traditionnelle, mais s'emploient à dialoguer avec les sociétés dans lesquelles ils investissent pour faire évoluer leur gestion sociale et environnementale.

Les gérants des fonds socialement responsables s'inscrivent dans une démarche qui ne remet pas fondamentalement en cause leur logique habituelle, malgré l'élargissement des critères d'investissement (Capron et Quairel-Lanoizelee, 2004). Le postulat de la convergence entre performances financières et sociétales à long terme sous-tend tout le discours actuel des promoteurs de l'ISR et à l'instar des gérants de fonds traditionnels, les thèmes du bon gouvernement des entreprises et de la transparence sont, de loin, ceux qui ont le plus d'échos. Le « socialement responsable » apparaît alors comme une valeur ajoutée, un « supplément d'âme » permettant au capitalisme actuel d'offrir des justifications éthiques aux épargnants et d'une façon plus générale aux cadres (Boltanski et Chiapello, 1999).

Ces divergences progressives entre les deux manifestations de l'ISR culminent au niveau de la mise en place des fonds ISR : les fonds américains n'ont pas de scrupules pour appliquer une stricte politique des critères de screening (reflétant leurs valeurs) tandis que les fonds européens sont obligés de justifier leur choix par une utilisation prépondérante des critères positifs, dite de « best in class ».

Par exemple, Le Saout et Buscot (2009) décrivent le processus de sélection des titres suivant une approche best in class (figure 13). Le filtre de liquidité instauré conduit à privilégier les grandes capitalisations au détriment des moyennes capitalisations. Les petites capitalisations en avaient déjà été exclues pour deux raisons : d'une part, elles ne figurent pas dans l'univers d'actions initial tel que l'Euro Stoxx, et d'autre part, elles bénéficient rarement d'une coûteuse notation extra-financière. Cette méthode de sélection conduit très probablement à exclure des sociétés qui obtiennent les meilleures notes à l'issue de l'analyse financière et extra-financière. Les fonds commercialisés sont des fonds « best in class parmi les valeurs les plus liquides ».

**Figure 13 : Elaboration d'un fonds Best in Class**



Source : Le Saout et Buscot (2009), p. 167.

Quant aux méthodes employées, encore une fois les fonds américains font confiance aux méthodes quantitatives qui peuvent leur fournir une vision binaire de leur horizon

d'investissement, tandis que les fonds européens emploient une multitude des méthodes qualitatives, souvent très divergentes d'un pays ou d'un secteur à l'autre.

Finalement leurs pratiques quant au droit de vote que leurs actions leur confèrent sont divergentes également, les américains qui, comme on l'a expliqué ci-dessus, font la promotion de l'activisme les pratiquant beaucoup plus que les européens qui préfèrent une approche plus discrète d'engagement à l'exercice de leur droits de vote.

Notre synthèse des manifestations de l'ISR est brève, mais elle sert à éclaircir un phénomène logique : à partir d'une divergence aussi fondamentale que la définition, le fait que les pratiques des différents acteurs sont divergentes ne devrait pas surprendre le lecteur. Les tableaux utilisés dans la sous-section 1.1.2 ne listent que les définitions Eurosif, sans prendre en compte, par exemple, des labels que Novethic utilise, des fonds thématiques principalement. Bien entendu, il existe de nombreuses autres définitions aussi.

La combinaison de ces divergences avec l'opacité inhérente des fonds d'investissement (Du Boys, 2003) a rendu la communauté sceptique par rapport à l'ISR. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle il y a pratiquement la moitié des articles sur l'ISR qui conduisent le débat de sa légitimité : si les scientifiques avaient des données leur permettant de débattre au niveau des pratiques, ils l'auraient fait ! L'autre moitié au contraire cherche à mesurer et à comparer entre les fonds en termes de la performance. Nous n'avons pas effectué une recherche bibliométrique mais cela nous paraît logique : les chercheurs qui ont du mal à traiter ces divergences, cherchent une solution leur permettent de quantifier les situations, la logique positiviste « les chiffres ne mentent pas » étant très répandue, et particulièrement dans la discipline de la finance. Or, bien évidemment, les résultats sont contradictoires : peu importe l'objet d'une recherche, avec des définitions différentes, l'échantillonnage sera subjectif et donc biaisé en cas de traitement quantitatif ; avec des pratiques divergentes le dispositif des entretiens sera inadapté et donc biaisé en cas de traitement qualitatif.

Parwada (2008) étudie le réseau de 358 gérants de fonds au sein de 207 SGP américaines pendant une période du 1988 au 2003. Son objectif est de déterminer l'impact que peut avoir le lieu du siège d'une SGP sur la construction des portefeuilles par ses asset managers. Ils constituent une liste des facteurs géographiques quantitatifs à considérer (p.262) et leurs résultats confirment que l'emplacement géographique influence les nouveaux gérants de fonds, incitant ces derniers à investir dans les entreprises dont le siège social est le plus

proche du siège de la SGP (p.265). Nous devons donc prendre en considération les facteurs géographiques proposés dans notre partie empirique : il faut différencier entre les fonds gérés par des SGP de différents pays – même si les fonds sont tous commercialisés en France.

Nous présenterons dans la section suivante ces résultats contradictoires à propos de la performance de l'ISR, dans le but de faire comprendre au lecteur l'utilité d'une nouvelle approche, qu'on exposera par la suite dans le chapitre 2.



## Section 1.3 : Performance erratique de l'ISR

Durant ces dernières années, de nombreux articles sont parus afin de mesurer l'impact, positif ou négatif, de l'intégration de critères de gestion RSE sur les performances financières. Les approches employées ont été principalement : la comparaison par paires de la performance de fonds individuels ; ou alors en faisant appel à des index regroupant des fonds ISR. Cette question de performance a été privilégiée pour mettre fin aux débats académiques (voir section 1.1.3) et pour mesurer de façon tangible l'impact des différentes manifestations de l'ISR (voir section 1.2).

Or ces efforts ont globalement échoué à présenter des différences significatives entre les fonds ISR et les fonds conventionnels, du moins dans les pays Anglo-Saxons où a été réalisé la majorité des études (Derwall et. *al.*, 2005).

Avant de nous lancer à les présenter , nous voulons avertir le lecteur qu'il faut rester prudent en essayant de trouver des variables de performance, du fait de la multiplicité des méthodes, des périodes et de l'espace géographique étudié. De plus, le domaine d'étude spécifique de l'ISR rend la tâche encore plus difficile puisqu'il s'agit de définir le champ d'application de cette responsabilité, telles que gouvernance, environnement, autres aspects de la RSE.

Ceci dit, ce chapitre sera structuré de la façon suivante : d'abord nous relatons les résultats des chercheurs ayant mesuré récemment la performance des fonds ISR. Nous le présentons de façon chronologique mais le fait que les résultats sont contradictoires devrait être évident. Ensuite nous regroupons les arguments évoqués par les chercheurs pour interpréter leurs résultats. Nous finissons en nous focalisant sur une interprétation particulière, celle qui emploie l'argument que les entreprises responsables sont plus performantes et donc que les fonds y investissant devraient afficher une meilleure performance. Nous choisissons d'insister parce que cet argument ouvre la porte à des interprétations structurelles (et non pas fortuites, dépendantes uniquement des conditions du marché), dont celle que nous adopterons dans le chapitre suivant en présentant notre cadre théorique.

### 1.3.1. Etudes ayant mesuré la performance

Tippet (2001) étudie 3 fonds australiens pendant une période de sept ans, de juin 1991 à juin 1998. Il utilise trois approches pour mesurer la performance des fonds : retour sur investissement ; valeur actuelle du marché des actions incluses dans leur portefeuille ; et retour ajusté pour le bêta des portefeuilles. Il trouve que, en moyenne, les fonds ont affiché une performance inférieure au marché. Sa première interprétation des résultats est que cela confirme la littérature antérieure, qui suggère que les fonds ISR doivent sous-performer en raison des coûts de transaction et de management plus élevés. Sa deuxième interprétation commence par une constatation : actuellement le screening RSE qui porte sur les biens et/ou services est traité par la littérature de la même façon que le screening portant sur la RSE de processus employé à l'intérieur de la firme. Il suggère que, peut-être, cette assimilation est responsable des résultats contradictoires observés quand les chercheurs essaient de mesurer la performance des fonds ISR.

Derwall et *al.* (2005) étudient 2 fonds hypothétiques pendant la période de juillet 1997 à décembre 2003. Le premier est composé des entreprises notées comme les plus « éco-performantes » selon Innovest, une agence de notation américaine, et le deuxième des moins « éco-performantes ». Pour mesurer la performance ils utilisent deux approches : le CAPM classique, c'est-à-dire en mesurant le retour sur investissement du portefeuille en ajustant pour son bêta ; et une analyse multi-variables basé sur les propositions de Fama et French (1993) qui élargit le CAPM pour prendre en compte, d'une part l'impact de la taille de capitalisation des entreprises sur la performance du portefeuille, et d'autre part l'effet imitation des portefeuilles les plus performants par les moins performants. Ils trouvent que, en général, les entreprises qui performant bien au niveau environnemental proposent un meilleur retour sur investissement.

Pour éliminer un éventuel biais de sélection ex-post Derwall et *al.* (2005) construisent par la suite un portefeuille en suivant une approche « best in class », telle qu'elle aurait été utilisée par un fonds ISR s'il se basait uniquement sur les notes Innovest pour investir dans un univers d'investissement traditionnel, ici les bourses NYSE, AMEX et NASDAQ, pendant la même période. En le comparant avec un portefeuille « *worst in class* » ils trouvent encore une fois que le fonds focalisant sur l'éco-performance – même après avoir ajusté pour des coûts de transaction, déjà proposés comme un parmi les facteurs qui devraient faire en sorte que les

fonds ISR sous performant (Tippet, 2001) - affiche un retour sur investissement 6% supérieur à celui de son homologue. Donc pour eux ces résultats sont une preuve que prendre en compte des considérations ISR améliore la performance d'un portefeuille. Ils proposent deux interprétations de cette surperformance : qu'il y aurait des risques cachés associés avec la RSE, qui influencent l'alpha des entreprises responsables ; ou, que le marché serait incapable d'intégrer l'éco-efficience de manière efficace.

En s'inspirant de Derwall et. *al.* (2005) une étude effectuée par State Street Global Advisors (Gluck et Becker, 2004) s'est basée sur les critères d'éco-performance de l'agence de notation américaine Innovest pour développer son propre cadre d'analyse comportant une soixantaine d'indicateurs pour mesurer l'alpha d'éco-efficience des entreprises. Les auteurs utilisent ce cadre d'analyse pour construire des portefeuilles et les comparer avec l'indice américain S&P 500 pendant la période de janvier 1998 à février 2003. Ils trouvent que, pour la période étudiée, les portefeuilles ISR construits selon leur approche quantitative ont eu une meilleure performance que les portefeuilles traditionnels de référence. Ils trouvent également que toutes les stratégies de sélection actives, ISR et traditionnelle, surperforment l'indice de référence. Certes une étude militante est à prendre avec des pincettes (ce n'est pas surprenant qu'une SGP trouve qu'un style de gestion actif surperforme le benchmark) mais leur interprétation des résultats reste intéressante : ils proposent que la sensibilisation à la cause environnementale peut avoir un résultat positif sur la performance des portefeuilles qui surperforment déjà le marché en suivant une stratégie de sélection proactive.

Kreander et. *al.* (2005) étudient 30 fonds d'actions ISR européens pendant une période qui va de janvier 1995 à décembre 2001. Ils font appel à la méthode d'analyse par paires (« matched pair analysis »), en jumelant chacun des trente fonds ISR avec un fonds traditionnel, selon 4 critères : âge, taille, pays et horizon d'investissement. Ils trouvent que les fonds ISR affichent une performance égale ou supérieure aux fonds traditionnels (« performed at least as well »). Leur interprétation est que le screening négatif pose peut-être problème pour un fonds restreint à un horizon d'investissement limité au marché domestique. Autrement dit, exclure un secteur en raison des préoccupations RSE ne posera pas problème à un fonds ISR qui choisit de se diversifier à l'étranger.

Van de Velde et. *al.* (2005) pour la période de janvier 2000 à novembre 2003, de 4 portefeuilles ISR construits en se basant sur les critères RSE de l'agence de notation française Vigeo : meilleures, bonnes, mauvaises et pires pratiques RSE. Ils mesurent leur performance

en employant le MEDAF modifié pour prendre en compte le biais de capitalisation proposé par Fama et French (2003). Ils trouvent que les portefeuilles orientés RSE ont affiché une meilleure performance que ceux qui n'adhéraient pas aux considérations RSE. Or ils regrettent que cette surperformance ne soit pas suffisamment prononcée pour être considérée comme significative. Ils interprètent ce manque de pertinence comme une conséquence de l'horizon court de l'étude.

Cependant ils se permettent de tirer trois conclusions supplémentaires :

- que cette tendance se répète pour 4 parmi les 5 catégories de critères RSE Viageo, ce qui voudrait dire que la notion de RSE est une notion globale, difficilement décomposée en items ;
- que les investisseurs devraient valoriser davantage une entreprise qui gère bien ses relations, non seulement avec ses actionnaires, mais aussi avec ses clients et fournisseurs ;
- que les recherches antérieures dans leur quête d'identifier la différence de performance brute (« raw ») ont exagéré l'importance des caractéristiques financiers des entreprises, et donc ont fini biaisées.

Vermeir et Friedrich (2006) utilisent une double approche pour étudier le sujet de la performance des fonds ISR. D'une part ils reproduisent l'approche de Van de Velde et. *al.* (2005). Ils utilisent la notation de l'agence Vigeo, cette fois sur une période allant de janvier 2000 à décembre 2004, pour construire 2 fonds, un « *best in class* » et un « *worst in class* ». Leurs résultats confirment la recherche précédente : le fonds ISR surperforme le fonds indifférent, en général mais aussi sur 4 des 5 dimensions employées par Vigeo. Ils interprètent ce résultat de la même façon, c'est-à-dire en expliquant que la RSE semble être un « *concept pluridimensionnel impliquant plusieurs parties prenantes et qui ne peut pas être ramené à un seul thème* » (p.11). Malheureusement ils admettent eux aussi que la différence de performance n'est pas statistiquement significative.

D'autre part ils complètent cette approche en étudiant 6 indices RSE par rapport à leur indice de référence équivalent au niveau géographique. Ils emploient deux approches pour mesurer leur performance : d'abord ils juxtaposent leur rendement par rapport à la fluctuation du cours. Ils observent que 4 sur 6 indices ont surperformé leurs homologues mais le prix à payer en volatilité rend cette différence non-significative. De plus, il n'est pas possible de connaître

quelle part de l'écart de rendement est réellement attribuable au facteur RSE plutôt qu'aux facteurs financiers (capitalisation, taille etc.). Alors ils emploient par la suite l'approche de Fama et French (1993) pour apurer le MEDAF des biais de style de gestion liés à la taille de capitalisation ou au type de rendement. Leurs résultats sont moins prononcés que pour la première méthode : ils trouvent que 5 sur 6 indices affichent une infime surperformance par rapport à leurs homologues mais, tout comme pour leur première étude de cas, la différence n'est pas significative. Ils soulignent toutefois que les indices ISR construits le sont dans les « règles de l'art » puisque leur sensibilité de marché est très proche à 1, ce qui est conforme aux indices boursiers traditionnels. Pour conclure ils interprètent l'ensemble de leurs résultats comme faisant la preuve que, au moins, l'ISR ne sous-performe pas vis-à-vis des approches traditionnelles, en nous rappelant en même temps que « *l'analyse de l'intégration de l'analyse RSE sur les performances financières reste un exercice complexe à parfaire* » (p. 13).

Renneboog et *al.* (2008) comparent un échantillon de 461 fonds dans 21 pays pendant une période de 10 ans, de janvier 1992 à décembre 2003, à 649 fonds traditionnels de référence. Leur approche est innovante :

- ils se focalisent sur les flux de liquidité à l'intérieur du secteur des fonds ISR ; ils examinent les déterminants de cette volatilité de « money flows » ;
- ils cherchent à savoir si ces flux d'argent peuvent prédire la future performance des fonds ;
- ils étudient l'impact des différentes formes de screening sur ces flux et la performance des fonds en général.

Ils trouvent que les fonds ISR avec la meilleure performance attirent le plus de capitaux mais que, au même moment, la performance des fonds se détériore quand ils attirent davantage de capitaux et/ou quand leur taille devient plus importante. Leurs résultats confirment également les recherches antérieures ayant trouvé que l'intensité du screening influence de façon positive la performance des fonds. Leur conclusion est que les fonds ISR sous-performent par rapport aux fonds traditionnels (« *ethical money is not financially smart* », p. 29). Ils utilisent trois arguments pour interpréter ces résultats qui, à première vue, peuvent paraître contradictoires : les consommateurs des produits financiers ISR sont prêts à payer davantage pour leurs croyances ; l'activisme et la recherche maison (« *in house* ») attirent les consommateurs des fonds ISR ; ces activités augmentent les coûts de fonds ISR par rapport

aux fonds traditionnels. Ainsi, pour les auteurs, l'entrée au secteur ISR est plus facile car les coûts sont encore faibles et les clients prêts à les supporter mais, par la suite, quand le fonds atteint une taille comparable à un fonds traditionnel les coûts d'activisme et de recherche RSE augmentent et deviennent difficiles à supporter.

Saadaoui (2009) a étudié un échantillon de 11 fonds d'action français de janvier 1994 à janvier 2007 en utilisant lui-aussi la technique de « *Pair-Matching* ». Il s'est focalisé sur les capacités de sélection des gérants et le « *market timing* ». Il trouve que la performance, mesurée par le ratio Sharpe, des fonds ISR a été certes inférieure à celle du marché mais supérieure à celle des fonds traditionnels équivalents. De plus il trouve que l'indice éthique employé a réalisé des performances supérieures à l'indice classique sur toute la période de son étude. Or il constate que les écarts observés ne sont pas statistiquement significatifs ; il interprète donc les résultats comme non-conclusifs. Cependant il trouve ses résultats surprenants en ce qui concerne les fonds traditionnels, qui devraient être plus réactifs aux mouvements du marché, et fait appel à des recherches supplémentaires.

Gil-Bazo et. *al.* (2009) étudient 86 fonds actions ISR américains pendant une période de 1997 à 2005. Pour tester leurs hypothèses dérivées de recherches antérieures sur la performance et les coûts des fonds ISR, ils les comparent avec 1761 fonds actions américains traditionnels. Ils calculent leurs performances avant et après coûts de transaction et de gestion facturées par les SGP en utilisant l'approche « *matched pair analysis* ». Ils trouvent que les fonds ISR affichent une meilleure performance, particulièrement pendant la période 1997-2001. Or, ils constatent que le moteur de cette surperformance est les fonds ISR gérés par des SGP spécialisées en ISR ; les fonds ISR gérés par des SGP généralistes sous-performent les fonds traditionnels. De plus, contrairement à la théorisation des recherches antérieures, ils remarquent que les coûts de gestion des fonds ISR sont moins lourds que les coûts de gestion des fonds traditionnels gérés par la même SGP (« *SRI funds are cheaper than conventional funds run by the same management company* », p.243) ! Pour interpréter ce résultat bouleversant ils rappellent que la performance et les coûts des fonds d'investissement ne sont pas déterminés exclusivement au niveau d'un fonds individuel mais plutôt au niveau de leur famille, telle qu'elle est gérée par la SGP.

Nous espérons avoir convaincu le lecteur que les résultats des études ayant eu comme objectif de mesurer la performance des fonds ISR sont non-conclusives : soit les auteurs admettent qu'elles sont non-significatives, soit leurs résultats varient considérablement. Nous nous

permettons toutefois de remarquer que, plus le temps passe plus les recherches tendent à être plus optimistes par rapport à la performance des fonds ISR. Dans la section suivante nous reprenons quelques arguments utilisés pour interpréter cette diversité des résultats.

### **1.3.2. Interprétations identifiées**

Le Saout et Buscot (2009) relatent encore plus d'exemples de recherches en finance ayant étudié la performance des fonds ISR et l'ayant trouvée plus ou moins aussi performante que les fonds traditionnels. Or ils nous rappellent que « *d'un point de vue théorique, l'investissement socialement responsable sous-performe les investissements traditionnels* » (p. 158). Ils remarquent que l'inclusion des critères ESG constitue un frein dans le processus d'optimisation des portefeuilles puisqu'il réduit l'horizon d'investissement des fonds et donc va dans le sens inverse de la diversification et de la maximisation de l'efficacité telles que décrites par la théorie moderne du portefeuille (MPT). La conclusion des auteurs est la suivante : soit le fait que les fonds ISR investissent dans la RSE se traduit par une surperformance, soit les chercheurs ont effectué des recherches biaisées. Ils synthétisent par la suite les arguments de deux côtés :

D'une part, concernant la possibilité de surperformance associée à la RSE, il existe deux possibilités. La première possibilité est que les entreprises éthiques et/responsables vraiment surperformant les entreprises « sans scrupules » et donc les fonds ISR qui se concentrent à genre d'entreprises auront une meilleure performance que les fonds traditionnels. Les arguments employés dans les recherches antérieures et synthétisés par les auteurs sont : la mobilisation des stakeholders de l'entreprise induit une meilleure performance ; le reporting RSE par l'entreprise induit une meilleure maîtrise des risques ; et rapportés par les auteurs sont : et l'effet « information » de l'information extra financière (p. 162). Il s'agit de l'argument le plus souvent mobilisé pour justifier la surperformance des fonds ISR ; c'est pour cette raison que nous le développons davantage dans la sous-section suivante.

La deuxième interprétation est qu'il s'agit d'une situation transitoire. Les auteurs rappellent que le transfert de liquidité des fonds traditionnels vers les fonds ISR peut avoir des effets pervers : plus un fonds est grand, plus il peut influencer les entreprises ; éventuellement la somme des fonds ISR pourrait même arriver à influencer le marché. Il s'agit donc d'une prophétie auto-réalisatrice. Les auteurs rappellent également qu'il est possible qu'il y ait un

effet de contagion provoqué par le mimétisme observé des analystes ; et qu'en tout cas il est trop tôt pour juger que cette surperformance sera permanente.

D'autre part, concernant la possibilité que les recherches antérieures souffrent d'éventuels biais, les auteurs démontrent une utilisation systématiquement erronée des indices financiers par les chercheurs ; ainsi qu'un biais inhérent à l'approche best in class, l'approche ISR principale, au moins en Europe. Or, nous sommes d'avis que, avant d'aborder les problèmes de l'utilisation des indices inadaptés, il faut déjà rappeler qu'il y a plusieurs moyens de mesurer la performance d'un fonds d'investissement, et choisir l'une d'entre elles constitue en éventuel biais pour toute recherche .

Nous reprenons ici les sept explications du glossaire (ci-dessous) de la base des données Quantalys<sup>11</sup>, premièrement parce qu'ils sont écrits dans un langage compréhensible et deuxièmement parce que nous utiliserons cette base des données dans notre partie empirique.

- 1. Rentabilité cumulée** : La performance cumulée d'une date donnée à une date postérieure correspond à l'évolution en pourcentage de la valeur liquidative du fonds entre ces deux dates. Si la valeur liquidative d'un fonds était de 100 à une date donnée et de 130 à une date postérieure, la performance cumulée sur la période est de 30%, soit  $(130-100)/100$ .
- 2. Rentabilité annualisée** : La performance annualisée d'un fonds sur une période donnée rapporte sa performance cumulée à une période d'un an (dès lors que la période considérée est supérieure à 1 an). Ainsi, la performance annualisée d'un fonds ayant connu une performance cumulée sur 2 ans de 30% est de 14.02% (on obtient ce résultat en prenant la racine carrée de 1.30, soit 1.14018, et en retranchant 1, soit 0.14018, arrondi à 14.02%). En d'autres termes, obtenir une performance de 30% sur 2 ans est équivalent à enregistrer une performance annuelle de 14.02% deux ans de suite. La performance annualisée ne correspond presque jamais à la réalité expérimentée par l'investisseur : elle permet avant tout de comparer plusieurs produits.
- 3. Volatilité** : Le risque est mesuré par l'écart-type des rendements hebdomadaires du fonds sur différentes périodes : 1 an, 3 ans, 5 ans, ou sur une période définie par l'utilisateur. Plus le fonds est volatil, plus grande est la fourchette des performances possibles, qu'elles soient positives ou négatives. Toutes choses égales par ailleurs,

---

<sup>11</sup> <http://www.quantalys.com/>

moins le risque est élevé, meilleur a été le fonds pour l'investisseur, mais certains fonds ont à la fois un risque élevé et des performances passées excellentes, il faut donc savoir séparer le bon risque du mauvais risque.

4. **Alpha** : Il s'agit de la différence de performance entre le fonds et l'indice de référence de sa catégorie sur la période indiquée : quand l'alpha est positif, le fonds a fait mieux que cet indice, quand il est négatif, le fonds a fait moins bien que cet indice. Dans la mesure où l'alpha est une différence, l'alpha peut être positif même si le fonds a eu une performance négative, et inversement, l'alpha peut être négatif même si le fonds a eu une performance positive.
5. **Ecart de suivi (tracking error)** : il correspond à l'écart-type de la différence entre les rendements mensuels du fonds et ceux de l'indice de référence de sa catégorie. Plus cet écart est élevé, plus la composition du fonds s'est éloignée de celle de cet indice, moins il est élevé, moins la composition du fonds s'est éloignée de celle de l'indice. Un fonds indiciel a un écart de suivi très faible (<1%), un fonds géré activement a un écart de suivi plus élevé (généralement supérieur à 3%).
6. **Ratio de Sharpe** : Le ratio de Sharpe a pour numérateur la surperformance du fonds par rapport au taux sans risque et pour dénominateur le risque du fonds (mesuré par l'écart-type de ses rendements mensuels). Dans le cas où le fonds a généré une surperformance par rapport au taux sans risque (et donc où le Ratio de Sharpe est positif), plus le ratio de Sharpe est élevé, meilleur a été le fonds. Un ratio de Sharpe de 0.4 indique que le fonds a rapporté 0.4% de performance au delà du taux sans risque par unité de risque supplémentaire (soit pour 1% de volatilité, mesurée par l'écart-type des rendements du fonds sur la période de calcul).
7. **Ratio d'information** : Le ratio d'information a pour numérateur la surperformance du fonds par rapport à l'indice de référence de sa catégorie (son alpha) et pour dénominateur l'écart-type de la différence entre les rendements du fonds et ceux de l'indice de référence de sa catégorie. Dans le cas où le fonds a généré une surperformance par rapport à l'indice de référence de sa catégorie (et donc où le ratio d'information est positif), plus le ratio d'information est élevé, meilleur a été le fonds.

Nous disposons donc de sept critères de performance, en différenciant entre rendement cumulé et annualisé. Si nous les combinons avec la définition « souple » de l'ISR, il ne devrait plus surprendre le lecteur que les recherches sur le sujet trouvent des résultats divergents, voire parfois contradictoires.

Pour revenir à l'argument que Le Saout et Buscot (2009) emploient par rapport à l'utilisation des indices, nous pouvons constater que quatre de ces critères (alpha, tracking error, ratio de Sharpe et ratio d'information) nécessitent un indice de référence pour pouvoir être calculés. Donc quand les auteurs nous familiarisent avec des recherches ayant mis en cause la méthodologie derrière la construction de ces indices, mettant en cause leur légitimité, les recherches antérieures ont soudainement l'air subjectif.

Nous rajoutons ici que le même argument est valable pour le « taux sans risque » : il est construit et nous avons le choix de privilégier une méthode de construction parmi d'autres. Par exemple Quantalys utilise l'EONIA<sup>12</sup> comme taux sans risque. Or, ils auraient pu utiliser un autre taux, par exemple l'EURIBOR<sup>13</sup>. Une étude longitudinale dont les observations datent d'avant la création de la zone euro en 1999 pourrait utiliser l'EURO LIBOR<sup>14</sup>. Au contraire une étude longitudinale étudiant les fonds français en particulier pourrait privilégier le PIBOR<sup>15</sup>. Et cela vise seulement les taux interbancaires – les auteurs ont également la possibilité de se référer à des taux des banques centrales. Tous ces taux sont calculés de façon opportune, pour servir les intérêts d'un marché particulier. Les chercheurs doivent faire un choix motivé entre eux, introduisant de la subjectivité et donc la possibilité des biais dans leurs études.

En ce qui concerne le biais de l'approche best in class, les auteurs rappellent (au risque de paraître tautologiques) que plus une entreprise est grande, plus elle risque d'être la meilleure dans sa catégorie. De plus, ce sont les grandes entreprises qui peuvent faire le meilleur reporting et communication auprès des analystes qui s'occupent de la notation. Donc les fonds ISR inévitablement sont conduits « à privilégier les grandes capitalisations au détriment des moyennes capitalisations » (Le Saout et Buscot, 2009, p. 166). Or le MEDAF modifié de Fama et French (1993) a déjà prouvé que le profil (« style ») de l'investisseur influence la performance de son portefeuille.

---

<sup>12</sup> Euro OverNight Index Average

<sup>13</sup> Euro Interbank Offered Rate

<sup>14</sup> London Interbank Offered Rate (LIBOR) dénominé en €

<sup>15</sup> Paris InterBank Offered Rate

### **1.3.3. Interprétation privilégiée pour construire notre cadre théorique**

Cette sous-section décortique l'argument que la performance ESG des entreprises se traduit en bénéfices supérieurs pour les fonds. Nous insistons sur ce point parce qu'il s'agit de l'argument principal de l'interprétation de la surperformance des fonds ISR.

Nous constatons que la littérature est concordante sur le fait que, intégration complète de RSE est synonyme avec un avantage compétitif, principalement lié avec le comportement proactif des entreprises responsables face aux risques autres que le risque financier. Pour acquérir le label de légitimité qu'exige désormais la société civile, l'entreprise n'a pas d'autre choix que d'engager une vraie politique RSE, d'en faire le fondement de sa stratégie industrielle, de l'intégrer dans ses systèmes de management existants, et d'apprendre de dialoguer avec elle (Dubigeon, 2002).

Il convient d'expliquer plus en détail ce qu'on entend par cela, quel est le processus pour l'atteindre et comment on peut identifier ce processus. Il s'agit des notions qui nous seront nécessaires plus tard pour établir nos hypothèses de recherche ainsi que pour interpréter et valider nos données.

#### **1.3.3.1. La RSE en tant que complémentaire de l'ISR**

La formalisation du concept de responsabilité sociale de l'entreprise (RSE) remonte à plus d'un demi-siècle. Bowen (1953) la définit comme relevant de « *l'obligation des managers de poursuivre des politiques et de prendre des décisions qui concordent avec les actions désirées compte tenu des objectifs et des valeurs de la société* ». Sans encore rentrer dans le détail, dès 1953, il appelait de ses vœux à des nouvelles institutions, dont les fonds ISR semblent faire partie.

Le concept de RSE a évolué au cours des dernières décennies. Il existe une croissance volumineuse des rapports RSE dans la communication des entreprises sur leurs pages web ou les brochures (Snider, Hill et Martin, 2003). Nous notons en particulier les étapes suivantes :

Au tout début, il existe une mise en avant dès les années 1960 du caractère proactif de la RSE, notion primaire de responsabilité qui va au-delà du respect des obligations légales.

Ensuite apparaît la notion de satisfaction des parties prenantes (stakeholders en anglais) à partir des travaux fondateurs de Freeman (1984). Les stakeholders regroupent l'ensemble des

acteurs en interaction avec l'entreprise : les salariées, la société civile, l'environnement, les clients, les fournisseurs et, évidemment, les actionnaires.

Puis commence à apparaître la justification de la RSE du point de vue de l'entreprise dans un souci de réputation (cf. ci-dessus la partie sur les contraintes de légitimation).

Enfin, avec les travaux de recherche de Carroll (1979) on met en avant l'avantage managérial de la RSE. Carroll définit également les quatre champs de la RSE qui recouvrent ainsi les exigences économiques, légales, éthiques et discrétionnaires (philanthropie) que la société a vis-à-vis des entreprises.

Sur ces bases, les entreprises, les parties prenantes et les investisseurs sont incités à développer l'analyse et l'évaluation de l'impact environnemental et le management des enjeux sociaux, avec, pour corolaire, la recherche de la mesure d'une performance sociale et environnementale associée à ces thématiques. Le développement de ce terreau RSE au cours du dernier demi-siècle contribue à faire de la RSE le pendant en entreprise de l'ISR du côté des marchés financiers. L'ISR dispose donc d'un miroir au sein de l'entreprise (De Brito et *al.*, 2005).

### **1.3.3.2. Mise en place de la RSE**

Il n'y a pas une meilleure voie, et encore moins de recette pour engager la RSE d'une entreprise. Même si l'environnement est très souvent choisi comme porte d'entrée, la manière d'aborder et de cheminer vers la RSE dépend du contexte de chaque entreprise. L'approche est incrémentale, elle se déroule pas à pas. Il s'agit d'intégrer des éléments déjà connus et pratiqués dans l'entreprise, non de partir de zéro. La RSE est ainsi avant tout un chemin d'apprentissage et d'amélioration continus (Dubigeon, 2002).

#### **- Trois étapes de maturité**

Trois niveaux caractérisent la maturité de l'entreprise au regard de l'intégration de sa RSE : une approche restrictive, une approche cumulative et une approche intégrative (Dubigeon, 2002).

La première étape est une approche de conformité. L'entreprise est essentiellement motivée par un souci de profitabilité financière, le champ environnemental ou le champ social étant

des contraintes réglementaires qu'elle est bien obligée de respecter. La « croissance durable », détournement de la notion du développement durable au profit de la seule entreprise, caractérise cette étape de maturité.

La deuxième étape est une approche cumulative. L'entreprise s'efforce de répondre aux enjeux sociaux et environnementaux, en même temps qu'à l'enjeu de performance financière. Elle introduit certes des rapports annuels (rapport d'activité, rapport sur l'environnement, rapport sur le développement durable). Cependant, ces rapports annuels, et notamment le rapport sur le développement durable, présentent ces différents champs de manière séparée, reflétant une organisation segmentée des responsabilités concernées.

La troisième étape est une approche intégrative. Pour parvenir à ancrer solidement sa légitimité, l'entreprise doit mettre en œuvre un système de management RSE qui permet de gérer les interfaces entre les trois piliers, c'est-à-dire performances économiques, sociétales et environnementales, et leur intégration globale dans le gouvernement d'entreprise. Cette dimension intégrative est une alternative aux tentatives de placer le développement durable comme un moyen de la performance économique parmi d'autres. Elle fait du développement durable une vision et un sens à partager entre les parties prenantes de l'entreprise, et donc une formidable ambition pour le futur. Aujourd'hui aucune grande entreprise n'a encore vraiment atteint cette dimension intégrative.

#### - **Identifier un comportement RSE**

Il n'existe pas de critères précis pour reconnaître qu'une entreprise chemine vers la RSE, mais une règle de base : une action qui oriente l'entreprise vers la RSE doit obligatoirement intégrer un ou plusieurs processus transversaux qui agissent sur au moins deux piliers articulés à une pratique de la gouvernance. Chacun peut se décliner en plusieurs sous-thématiques. A l'inverse, une action qui dégrade la performance sur un seul des piliers des performances économiques, sociétales ou environnementales ne contribue pas au processus de RSE (Dubigeon, 2002).

Finalement on ne peut identifier une entreprise qui chemine vers l'intégration totale de son RSE que par ses actions. Ainsi une entreprise qui se veut responsable devrait :

- Afficher les objectifs poursuivis ;

- Favoriser le débat dans la transparence, le partenariat, la concertation, la communication et l'éducation ;
- Mobiliser ses ressources pour répondre aux besoins des parties prenantes de l'entreprise avec fiabilité ;
- Définir les engagements de chacun par une contractualisation qui intègre les critères RSE, et répondre de ses actes ;
- Prévoir des moyens de contrôle, d'évaluation et de progrès continu en harmonie avec l'environnement de l'entreprise.

Cette liste est non-exhaustive mais elle montre quels ont été les critères utilisés pour appréhender l'évolution des comportements RSE dans la partie empirique

### - **Trois étapes d'apprentissage**

Trois étapes d'apprentissage principales caractérisent la progression vers une démarche RSE (Dubigeon, 2002) :

La première étape est une conformité réglementaire. Réguler la décision et la contrôler constitue un pilier important. Au démarrage, l'entreprise doit s'assurer qu'elle est conforme aux réglementations existantes, celles-ci la poussant d'ailleurs à s'améliorer en retour. Il ne s'agit pas d'entrer dans des systèmes de contrôle réglementaires de l'efficacité, qui seraient perçus comme autant de freins sur la performance. Il s'agit plutôt d'engager des programmes qui visent à développer, par exemple, des processus de formation, des audits de conformité, des actions correctives, la réparation de dommages causés par son activité : cette démarche permet d'aller un peu plus loin que le strict respect de la réglementation.

La deuxième étape est un management des risques. L'entreprise peut alors adopter une approche plus préventive en introduisant un management des risques selon un périmètre élargi (comprenant notamment le risque sur le capital de réputation). Les politiques environnementales, les systèmes de management environnementaux, les techniques comme la prévention de la pollution ou le recyclage sont caractéristiques de cette étape.

Adopter une approche de précaution permet de minimiser, voire de prévenir les risques, de développer et d'installer à la fois des technologies propres et une démarche d'excellence opérationnelle, de réduire les dommages, et de minimiser le coût à la fois des réglementations de mise en conformité et des polices d'assurance.

Cette démarche devient aujourd'hui plus délicate à mettre en œuvre, pour trois types de raisons, les risques s'étant mondialisés :

- Il est plus difficile de rester informé des risques potentiels et d'y répondre lorsqu'ils surviennent ;
- Les entreprises sont surveillées de manière plus intensive et par un nombre de groupes plus important qu'auparavant : ces groupes sont connectés mondialement grâce à internet, permettant des transmissions instantanés de faits (ou de déformations) à des millions de consommateurs ;
- La demande d'une transparence croît sous la pression des consommateurs, des travailleurs et des communautés qui ne veulent plus du « faites-moi confiance » exprimé jusqu'alors par l'entreprise, et exigent qu'elle prouve comment elle produit et quels sont les impacts de sa production sur la société.

La troisième étape est un management du « capital réputation ». L'approche du management par les risques, même élargis aux risques sociétaux, n'est qu'une étape pour s'ouvrir pleinement à la RSE. Elle est une étape préventive. Le management de la réputation de l'entreprise, par sa démarche proactive, permet à l'entreprise d'avancer délibérément vers la recherche du meilleur compromis entre ses intérêts et ceux des générations actuelles et futures.

D'abord inscrite dans une dynamique de développement, l'entreprise transforme les défis environnementaux, sociaux, et sociétaux en un avantage de compétitivité : cela implique d'analyser, puis de minimiser les impacts de ses produits pendant la totalité de leur cycle de vie, depuis la matière première au travers de sa production et de son utilisation, jusqu'au recyclage ou à la fin de vie de ces produits.

En s'ouvrant à une conduite légitime au regard de la société civile, l'entreprise s'engage à porter une triple responsabilité : économique, environnementale, sociale et sociétale. La mondialisation de l'économie, des marchés et des problèmes environnementaux exige une compréhension plus profonde des enjeux de la société internationale comme des territoires locaux pour intégrer la RSE dans la stratégie de l'entreprise.

Les entreprises parvenues à cette étape d'apprentissage cherchent à établir des situations « gagnant-gagnant » avec leurs parties prenantes. Leur réputation comme leur pérennité s'en trouvent accrues. On retrouve ainsi les théories institutionnelles de la légitimité.

### **1.3.3.3. Transformer la RSE en avantage compétitif**

L'éveil, la prise de conscience sont le plus souvent le résultat d'une pression externe. Tout d'abord, rassurer est indispensable lorsque le risque de réputation est en jeu : l'opinion publique défavorable à un projet, le voisinage suspicieux, etc. Ensuite, sécuriser est la seule voie lorsque les investisseurs s'interrogent sur les choix de l'entreprise et leur impact environnemental ou social. Enfin, l'entreprise ne peut que se conformer aux exigences réglementaires ou normatives qui s'appliquent à elle (Guinand, 2004).

Au-delà de la conformité au cadre légal, la responsabilité sociétale fait référence à des principes et programmes que les entreprises adoptent volontairement pour répondre à des demandes sociales et environnementales émanant des investisseurs, des consommateurs, des employés ou du grand public. L'enjeu véritable est de développer des actions transversales intégrées à la stratégie de développement de l'entreprise et inscrites dans le long terme, impliquant l'ensemble de l'entreprise, en cohérence avec ses activités quotidiennes, ses valeurs et son histoire et traduisant un engagement durable à l'égard de ses parties prenantes. (Guinand, 2004).

Les initiatives volontaires peuvent être classifiées en deux catégories : premièrement, les entreprises déterminent leurs propres objectifs, effectuent la surveillance et rédigent les rapports ; et deuxièmement, les entreprises établissent un contrat de contrôle et de vérification avec une institution publique (gouvernement, organisation de citoyens ou ONG ou groupe activiste) et une institution privée (association industrielle ou entreprise).

La motivation des entreprises pour l'adoption de programmes volontaires est généralement double. D'une part, comme le soulignent De Bellefeuille et Turcotte (2005) à propos des codes de conduite, les motivations de l'entreprise peuvent s'inscrire dans une stratégie de gestion des questions d'intérêt public : les entreprises considèrent qu'une approche proactive sur les plans environnemental et social est pertinente au regard de leur stratégie compétitive. En outre, au plan organisationnel, le code d'éthique, peut représenter un élément mobilisateur des ressources humaines. Parallèlement, les entreprises craignent de voir se codifier sous forme de réglementation les attentes non satisfaites de la société civile (Bartha, 1990).

Dans les deux cas, les programmes volontaires apparaissent comme éminemment utilitaristes. En effet, les entreprises estiment qu'il est possible, par une approche volontaire, d'améliorer

le dialogue et la confiance entre l'industrie et le gouvernement d'une part et l'industrie et la société civile d'autre part. Cela permet une plus grande coopération et facilite l'obtention de bonnes indications quant à l'évolution de la réglementation. En outre, les entreprises bénéficient d'une plus grande flexibilité dans la fixation de leurs objectifs ainsi que dans la manière de les atteindre. Finalement elles ont l'opportunité d'améliorer leur image publique. Ainsi, avec la motivation d'objectifs stratégiques multiples, les entreprises présentent les programmes volontaires comme une manifestation de leur capacité accrue de responsabilisation.

Elles prônent de ce fait le volontariat et non la réglementation, comme la meilleure façon de mettre en pratique la responsabilité sociale corporative. Il est cependant important de souligner que les entreprises sont encouragées par les gouvernements vers la voie du volontarisme pour une raison principale : les programmes volontaires sont jugés plus appropriés que la réglementation notamment dans un contexte changeant et complexe ; selon certains, ils permettraient la fixation d'objectifs plus ambitieux, une baisse des coûts administratifs et de mise en application, et sont finalement plus rapides à mettre en œuvre que la réglementation. C'est ainsi que la croissance en importance des approches volontaires est concomitante au phénomène de déréglementation qui se manifeste par un allègement croissant des normes réglementaires.

L'approche volontaire n'est cependant pas sans susciter des tensions entre les acteurs. Ainsi, alors que les ONG et les syndicats mettent en avant des mesures coercitives, le patronat préconise des mesures volontaires. On observe en effet un nombre plus important de rapports sur les pratiques environnementales, généralement soumises à une réglementation contraignante en la matière, que sur les pratiques sociales. Ce fait vient mettre en lumière l'impact de la réglementation sur l'efficacité des programmes volontaires. Les entreprises soulignent cependant la difficulté relative à l'évaluation des questions sociales. Le reporting constitue la pratique la plus courante en matière de responsabilité sociale corporative. Ainsi, l'évaluation des pratiques de responsabilité sociale corporative s'appuie essentiellement sur l'analyse de rapports publiés. Ce constat pose alors deux questions : celle de la vérification et donc du lien entre les rapports publiés et les pratiques, et celle du choix des indicateurs, conditionné par la conception de la RSE, donc de sa définition. La question de la vérification se pose avec acuité parce qu'elle permet aux programmes volontaires d'avoir un meilleur impact mais également de réduire l'utilisation stratégique qui peut en être faite. Les

entreprises semblent opter pour des indicateurs reflétant une vision étroite de la responsabilité sociale alors que les organismes consultatifs étatiques lancent des pistes de réflexion menant à un questionnement beaucoup plus large.

Au niveau international et supranational en effet, plusieurs initiatives d'application volontaire ont été promues. C'est le cas des normes de l'OIT relatives à la RSE, des principes de l'OCDE concernant le gouvernement d'entreprise, du projet de norme en RSE de ISO, du système EMAS développé par les pouvoirs publics européens, et du GRI proposé par l'ONU. À ces initiatives n'est cependant associé aucun pouvoir de coercition. Seul le système EMAS comporte des exigences en matière de performance environnementale. L'élaboration de codes au niveau international, même d'application volontaire, fait naître certaines inquiétudes comme l'universalité d'un code de conduite, compte tenu des différences culturelles. Ainsi, l'approche volontaire ne constitue pas l'option privilégiée au plan international ; c'est ce qui ressort du cas européen, spécifiquement français, où la réglementation en matière de responsabilité sociale corporative remonte à déjà plusieurs décennies.

## Synthèse du chapitre 1

Pour conclure, ce premier chapitre se concentre sur une présentation de l'objet de recherche - les fonds ISR. A partir des débats autour de l'ISR, nous avons d'abord désigné le portrait de l'ISR par une démonstration des diverses manifestations de l'ISR et par une analyse des arguments tirés de plusieurs disciplines. Plus particulièrement, cette confrontation d'arguments nous a incités à étudier les manifestations divergentes des fonds ISR. Enfin, les résultats contradictoires des recherches antérieures de la performance ISR nous ont fait découvrir un décalage entre théorie et pratique. C'est pour cette raison aussi que nous avons terminé ce chapitre par des interprétations s'appuyant sur les liens entre la performance des fonds ISR et la RSE.

Comme nous l'avons expliqué dans l'introduction, nous avons choisi d'étudier notre objet de recherche, les fonds ISR en privilégiant son aspect stratégique<sup>16</sup>. Dans le chapitre suivant, nous précisons notre cadre théorique, l'approche RBV, notamment la légitimité d'emprunter cette théorie issue des sciences de gestion pour étudier un objet de recherche appartenant à la discipline de la finance, ainsi que les applications des sous-approches de cette théorie (CBV, KBV, Compétences Dynamiques) au secteur financier et à la RSE, pour définir les « caractéristiques industrielles » qui nous seront utiles pour l'étude empirique de notre objet de recherche.

Considérant la contradiction dans les recherches ayant cherché à mesurer la performance financière des fonds ISR, nous décidons d'arrêter de contribuer à ce type de références et donc d'éviter de « tourner en rond » en changeant nos définitions et/ou notre échantillonnage. Dès lors, il est intéressant pour cette étude doctorale de proposer une autre approche ou une autre possibilité d'éclairage.

Newbert (2007) identifie la confrontation entre « avantage concurrentiel » et « performance » comme un piège à éviter. Il mesure et identifie la surperformance afin démontrer l'existence d'un avantage compétitif qui est méthodologiquement défectueux. Powell (2001) nous rappelle qu'en traitant ces deux concepts comme interchangeables, les universitaires soutiennent l'hypothèse douteuse que, quand l'entreprise atteint une surperformance, elle a

---

<sup>16</sup> Cette question du positionnement disciplinaire s'expliquera au début du chapitre 4.

par définition aussi atteint un avantage compétitif. Or, la relation entre avantage compétitif et performance est à sens unique : un avantage compétitif peut entraîner une surperformance mais l'inverse n'est pas forcément vrai.

En s'inspirant des remarques de ces auteurs nous nous posons les questions suivantes : est-il possible d'identifier l'avantage compétitif des fonds ISR ? Et si oui, quelle approche utiliser ? Dans le chapitre suivant nous présentons au lecteur l'approche RBV ; nous expliquons pourquoi nous pensons qu'elle peut répondre à ces questions ; et nous faisons état des recherches antérieures relatives à notre objet de recherche ayant employé la RBV.

Autrement dit nous venons de finir la présentation de notre objet de recherche, l'ISR, et nous passons maintenant à la présentation de notre cadre théorique, la RBV.

## Chapitre 2 : Cadre théorique

Dans ce chapitre, nous présentons le cadre théorique de notre recherche. Faire appel à la théorie de la Resource Based View (RBV) semble pertinent et l'appliquer à notre objet de recherche paraît nécessaire dans ce projet afin de cadrer l'ensemble de notre réflexion, d'avancer nos raisonnements et d'atteindre nos objectifs de recherche.

Une théorie relativement récente, la RBV a l'objectif de trouver l'avantage compétitif d'une entreprise<sup>17</sup> en se focalisant sur les ressources rares à leur disposition. La capacité de l'entreprise de bien gérer ce « portefeuille » de ressources à court terme affectera sa performance tandis que sa capacité de le gérer à long terme constituera son avantage compétitif, son « appui » qui lui permettra de survivre et évoluer dans le futur.

Après avoir présenté l'objet de notre recherche et son contexte dans le chapitre précédent, l'objectif de ce chapitre est d'identifier les ressources stratégiques que nous employons dans le chapitre suivant pour construire notre jeu d'hypothèses.

Pour arriver à atteindre cet objectif la présentation du chapitre se fera en trois sections :

Dans la première section nous présentons la RBV et ses déclinaisons. En raison des particularités spécifiques des fonds d'investissement, mais aussi du secteur de services financiers au sens large, parmi toutes les ressources stratégiques possibles nous nous focaliserons sur les compétences, les connaissances et les capacités. Ainsi nous choisissons de présenter la RBV d'une façon sommaire<sup>18</sup> et de développer davantage trois approches sélectionnées parmi plusieurs développées au sein de la théorie de la RBV : la Competence Based View, la Knowledge Based View et les Capacités Dynamiques.

Dans la deuxième section nous défendons la légitimité d'aborder notre objet de recherche, appartenant à la discipline de la finance, d'un point de vue stratégique. Nos arguments se concentrent sur les rapports entre la finance, la stratégie, la gouvernance et la RSE.

---

<sup>17</sup> Les fonds ISR dans ce projet.

<sup>18</sup> Toujours conscients que l'objectif de ce chapitre n'est pas de faire une revue de la littérature complète mais de cadrer notre partie empirique sous un principe de « sélection », il se peut qu'un lecteur déjà expérimenté avec la RBV note des références manquantes – nous le rassurons que cela a été fait par un souci de cohérence. Nous avons pris la décision de garder uniquement les références sélectionnées qui nous permettent d'avancer nos raisonnements.

Dans la troisième section nous aimerions faire la revue de littérature des recherches ayant appliqué la RBV à notre objet de recherche. Or, étant donné l'originalité de notre approche et le fait qu'il n'existe pas encore, à notre connaissance, des recherches ayant directement appliqué des approches RBV aux fonds ISR, nous nous contenterons des secteurs avoisinants. Ainsi les applications des trois approches RBV mentionnées dans la section précédente sont présentés à la fois dans le secteur des services financiers, dans la RSE et dans le dialogue inter-entreprises.

## Section 2.1 : Portrait de la Resource Based View

Dans cette première section nous introduisons la Resource Based View (RBV), une théorie relativement récente dont l'objectif est, comme toute autre théorie en stratégie, de trouver l'avantage compétitif d'une entreprise. La théorie de la RBV met en évidence l'importance de l'identification et de la bonne utilisation des ressources pour construire un avantage concurrentiel pérenne.

L'objectif de cette section est double : convaincre que choisir la RBV comme cadre théorique est un choix bien adapté pour étudier les fonds ISR, objet de notre recherche, et leur performance ; et développer davantage les aspects de cette approche qui nous permettront le mieux discerner quelles parmi les ressources des fonds ISR présentés dans le chapitre 1 sont stratégiques.

Ainsi nous structurons cette section en deux sous-sections :

Dans la première sous-section nous dessinons le portrait de la RBV en suivant des grandes lignes chronologiques. Nous introduisons progressivement au lecteur les articles séminaux qui ont inspiré l'approche ; la première apparition du modèle VRIN et son évolution VRIO ; les importants apports théoriques qui ont aidé la RBV à s'établir au sein de la discipline ; et les diverses approches qui

Dans la deuxième sous-section nous introduisons trois approches appartenant à la famille RBV qui sont les plus adaptés pour interpréter les particularités du secteur financier :

- la CBV, qui nous permet de prendre en considération le niveau de spécialisation élevé du secteur de services financiers ;
- la KBV, qui nous offre les outils pour valoriser l'information (extra)financière en tant que ressource ; et
- les Capacités Dynamiques, qui nous permettent de faire face à l'évolution perpétuelle des pratiques de l'ISR observés dans la section 1.2.

## 2.1.1. Noyau théorique de la RBV

### 2.1.1.1. Naissance de la RBV

Certains auteurs (Acedo et *al.*, 2006) tracent les origines de la RBV aux travaux de Penrose (1959) des années cinquante, qui a été la première à traiter les services de production en tant que des ressources. Pour la première fois, « la nature de ces services dépend des connaissances possédés par les individus de l'entreprise » (Prévot et *al.*, 2010). Suivant ce concept, la première mention du nom de « Resource Based View » apparaît dans l'article fondamental de Wernerfelt (1984) qui les met en avant pour définir les bases de la théorie des ressources.

L'article de Wernerfelt, considéré comme étant à l'origine de l'approche RBV, propose une définition générale de la ressource et explique implicitement que l'objectif de cette théorie est d'identifier la source de l'avantage compétitif d'une entreprise en étudiant les ressources à sa disposition. Il continue en tirant des parallèles avec l'analyse concurrentielle de l'entreprise, préconisée principalement par Porter (1980) en illustrant qu'on pourrait y arriver à des conclusions similaires en remplaçant des barrières de positionnement avec des lacunes en ressources pour l'entreprise. Wernerfelt (1984) introduit pour la première fois la notion que l'entreprise puisse être interprétée comme un ensemble de ressources, un portefeuille des ressources (« *resource portfolio* ») diversifié (p. 178). La capacité de l'entreprise de bien gérer ce portefeuille de ressources à court terme affectera sa performance ; mais sa capacité de le gérer à long terme constituera son avantage compétitif, son « *stepping stone* » et qui lui permettra de survivre et évoluer dans le futur. Même si cela n'est pas explicité dans l'article, dans le cadre de notre projet de recherche nous pouvons considérer que « leviers stratégiques » sont ces facteurs qui permettent à l'entreprise de mieux gérer ce portefeuille de ressources.

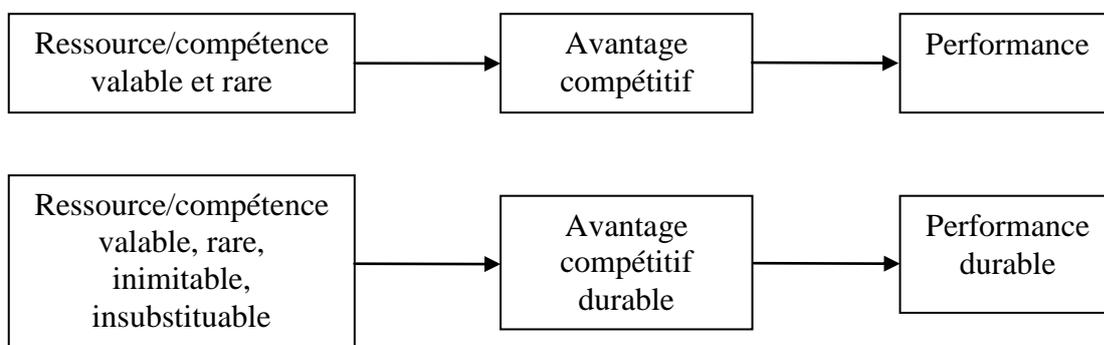
Selon Newbert (2007) une appréciation généralisée de la RBV ne commence à se développer que plusieurs années plus tard avec la publication des articles de Prahalad et Hamel (1990) et Barney (1991).

D'une part, Prahalad et Hamel (1990) font valoir que la tâche essentielle de la gestion est de créer de nouveaux produits, qui sont permis par la nature d'exploitation des compétences clés de l'entreprise. Tout comme Penrose (1959) et Rubin (1973), ces auteurs se sont intéressés

non seulement sur les ressources statiques, mais aussi sur les compétences inimitables les technologies, les connaissances de l'entreprise, etc., avec lesquels ils sont déployés. Cependant Newbert (2007) regrette que l'appel des auteurs pour une étude approfondie portant sur l'exploitation des ressources a été largement ignorée à l'époque par les chercheurs empiriques, et ce jusqu'aux années 2000.

D'autre part, poursuivant la réflexion de Wernerfelt (1984), Barney (1991) contribue de manière significative au développement de cette perspective théorique en modélisant les sources de l'avantage concurrentiel pérenne, tel que le modèle VRIN, qui est largement considéré comme la première formalisation du cadre théorique de la littérature en RBV. Pour Barney, cet avantage concurrentiel dépend du contrôle, par l'entreprise, de ressources qui présenteraient certaines propriétés. En s'appuyant sur des arguments de Penrose (1959), Rumelt (1984) et Wernerfelt (1984), il développe son articulation de la RBV en se basant sur deux hypothèses fondamentales : que les ressources sont distribuées de façon hétérogène entre les entreprises et que ces ressources sont imparfaitement mobiles. Ces hypothèses tiennent compte conjointement des différences de dotation des ressources de l'entreprise qui sont à la fois existantes et persistantes au fil du temps, en permettant ainsi un avantage concurrentiel fondé sur ces ressources. L'auteur affirme que les entreprises qui possèdent des ressources précieuses et rares atteindront un avantage concurrentiel et profiteront de meilleures performances à court terme. En s'appuyant fortement sur Dierickx et Cool (1989), il rajoute que, pour qu'une entreprise puisse maintenir ces avantages au fil du temps, ses ressources doivent également être inimitables et non substituables. Son modèle conceptuel est interprété dans la figure 14 ci-dessous.

**Figure 14 : Cadre théorique de Barney (1991)**



La théorie de la RBV entretient des liens étroits avec les théories évolutionnistes en économie et en sociologie. Ces liens sont apparents lorsqu'on examine les quatre hypothèses fondamentales de la RBV (Tywoniak, 1998) :

- Les processus organisationnels forment un ensemble de routines qui constitue une forme de « mémoire organisationnelle » (Grant, 1991). Ces routines prennent forme dans la répétition et sont le résultat d'un processus émergent d'un apprentissage expérimental plus que d'une prise de décision explicite. De plus, ces routines incorporent du savoir tacite, inarticulé, ce qui rend problématique leur programmation intentionnelle.
- La rationalité des acteurs est limitée et procédurale (Simon, 1955). Mais l'entreprise ne peut apprendre, créer de nouvelles routines que par le biais de ses membres, soit par l'apprentissage des membres existants soit en absorbant de nouveaux membres. L'apprentissage est donc le « moteur » de la firme et ce qui justifie son existence. L'apprentissage organisationnel permet à l'entreprise, en tant qu' « ensemble » de surmonter la rationalité limitée d'individus particuliers.
- L'entreprise évolue dans un environnement d'incertitude et sélectif ex-post. Cet environnement joue également le rôle d'un filtre des routines à savoir si l'entreprise est capable de générer son autofinancement.
- Les marchés de facteurs sont incomplets et imparfaits. Un avantage concurrentiel dépend de l'existence de ces facteurs stratégiques (Barney, 1986), autrement dit les entreprises doivent créer ou exploiter des imperfections concurrentielles des marchés de facteurs stratégiques, comme étant des « ressources rares », afin d'obtenir une rentabilité potentielle supérieure à partir de la valeur future de ces ressources.

#### **2.1.1.2. Définition d'une ressource stratégique selon la RBV**

L'approche RBV propose d'expliquer les différences de performance entre les firmes qui résulte par la création et le maintien d'avantage concurrentiel, par les caractéristiques des ressources dont elles disposent. Wernerfelt (1984) définit les ressources comme étant ce qui peut être pensé en termes de forces et de faiblesses pour une entreprise donnée : « *par ressource, nous entendons tout ce qui peut être conçu comme une force ou une faiblesse d'une firme donnée. Plus formellement, les ressources d'une firme à l'instant T peuvent être définies comme les actifs (tangibles et intangibles) associés de manière semi permanente à la firme.* » (Wernerfelt, 1984, p.132). S'inscrivant dans cette approche, Barney (1986, 1991) définit les

ressources comme tous les actifs, capacités, processus organisationnels, attributs de la firme, informations, savoirs etc. contrôlés par une firme, qui lui permettent de concevoir et de mettre en œuvre des stratégies qui améliorent son bon fonctionnement et son efficacité. Il distingue les ressources en trois catégories : les ressources de capital physique, les ressources de capital humain et les ressources de capital organisationnel.

Pour Barney (1991), il existe quatre conditions que les ressources d'une firme doivent remplir pour lui procurer un avantage concurrentiel pérenne.

- Elles doivent être de valeur (V). La valeur d'une ressource résulte d'une concordance de celle-ci avec l'environnement. Une ressource est pertinente si elle permet à l'entreprise de saisir une opportunité dans son environnement ou d'échapper à une menace.
- Elles doivent être rares (R), c'est-à-dire ne pas être possédées par un grand nombre de concurrents réels ou potentiels. Plus une ressource est rare plus sa valeur est stratégique.
- Elles doivent être imparfaitement imitables par les concurrents réels ou potentiels (I). La difficulté d'imitation des ressources repose sur leur caractère tacite et sur leur complexité.
- Elles ne doivent pas être substituables (N). Deux ressources de valeur sont stratégiquement équivalentes lorsque chacune peut être exploitée séparément pour implanter les mêmes stratégies. La valeur stratégique d'une ressource est moindre si le concurrent peut se procurer le même avantage grâce à une ressource de substitution.

Ces quatre conditions (Valeur, Rareté, Imitabilité imparfaite et Non-substitution) sont regroupées sous leurs initiales dans la littérature sous l'intitulé de « modèle VRIN ».

Pour répondre à certaines critiques en remettant en cause la nécessité de certaines conditions, Puthod et Thévenard (1999) ajoutent une cinquième condition qui pose la question de la réutilisation des ressources dans d'autres contextes. Plus une ressource est spécifique, moins elle est redéployable et plus sa valeur est stratégique. En accord avec cette logique, notre projet de recherche s'inscrit également dans ce processus d'identification des ressources stratégiques pouvant procurer aux fonds ISR un avantage concurrentiel pérenne, par rapport aux fonds classiques.

A partir de 1995, le modèle VRIN évolue pour répondre aux besoins de la discipline, elle-même en train de faire ses preuves pour s'établir pendant cette période. Deux changements essentiels permettent une meilleure décortication de l'entreprise à la recherche de l'avantage compétitif (Barney et Hesterly, 2006) : le premier changement porte sur les conditions d'inimitabilité et de non-substituabilité qui ont été réunies ; le deuxième changement introduit l'organisation en tant que ressource complémentaire à observer pour déterminer le potentiel stratégique d'une ressource. La condition d'organisation est indispensable à l'entreprise pour retirer un avantage concurrentiel pérenne des ressources et capacités possédant les propriétés de valeur, de rareté et d'inimitabilité. Le modèle s'appelle désormais VRIO pour refléter l'intégration de la dimension organisationnelle.

Nous synthétisons ci-dessous les quatre conditions qu'une ressource doit remplir pour procurer un avantage concurrentiel soutenable d'après le modèle VRIO :

- Valeur (V) : est-ce que cette ressource ou compétence permet à la firme d'exploiter des opportunités externes ou de neutraliser des menaces externes ? Si oui, elle a de la valeur.
- Rareté (R) : est-ce que cette ressource est actuellement contrôlée par une ou très peu de firmes ? Si oui, la ressource est considérée rare.
- Inimitabilité (I) : est-ce que les firmes ne possédant pas cette ressource doivent faire face à un désavantage de coût pour l'obtenir ou la développer ? Plus le coût est important, moins la ressource pourra être imitée.
- Organisation (O) : cette ressource ou compétence, est-elle exploitée par la firme ? Est-ce que les politiques et procédures de la firme sont organisées pour supporter l'exploitation de cette ressource de valeur, rare et coûteuse à imiter ? Plus l'organisation de l'entreprise est modelée pour exploiter ces ressources, par rapport à l'organisation des autres entreprises, plus son avantage compétitif sera important.

Le modèle VRIO est plus précis par rapport à la création d'avantage concurrentiel : en se basant uniquement sur les critères de valeur et de rareté, l'avantage concurrentiel ne peut pas être pérenne. Il sera temporaire jusqu'à ce que les autres entreprises aient acquis ou développé cette ressource et adaptent leur organisation pour l'exploiter. Une entreprise doit donc veiller pour identifier ses ressources stratégiques et adapter son organisation le mieux possible.

C'est pour cette raison aussi que la perspective de ressources porte une attention particulière aux modalités d'acquisition d'information par les entreprises qui se concurrencent sur le marché des ressources stratégiques (Busenitz et Barney, 1994). Cette attention constitue une voie de développement importante pour la RBV. Si une plus grande exactitude de prévision est la seule façon d'obtenir des ressources conditionnant l'avantage concurrentiel pérenne, il convient d'aider les entreprises à résoudre leur problème d'acquisition d'information : quel type d'information l'entreprise devrait-elle collecter pour développer une vision plus exacte de la valeur future d'une ressource pour elle-même ?

C'est grâce à l'influence de cette question que nous avons eu l'idée de formuler nos questions de recherche : quels sont les ressources stratégiques des fonds ISR ? Et quels sont les facteurs qui permettent aux fonds ISR de mieux exploiter ces ressources, afin de jouir d'un avantage compétitif et ultérieurement d'améliorer leur performance ?

### **2.1.1.3. Apports théoriques de la RBV**

Malgré son développement relativement court, la théorie de la RBV est « *une réécriture en profondeur de la théorie du management stratégique* » (Tywoniak, 1998, p.191).

La contribution principale de la RBV est qu'elle mobilise plusieurs disciplines de recherche (Rugman et Verbeke, 2002, p.770). Par exemple, grâce à l'utilisation et développement de cette théorie, les nombreuses recherches font les liens de la RBV avec les ressources humaines, l'économie, les affaires internationales, le marketing, l'entrepreneuriat, la gouvernance, la finance (Barney et *al.*, 2001). Cependant, cela a comme résultat que les définitions employées par les auteurs employant la RBV divergent significativement entre elles. Néanmoins, presque 20 ans après l'article fondamental de Wernerfelt, nous constatons que la RBV semble avoir atteint un consensus en ce qui concerne ses fondements théoriques. Nous les récapitulons ci-dessous :

- L'objectif de la firme est d'atteindre un avantage compétitif à long terme
- Des ressources sont nécessaires pour le fonctionnement de l'entreprise
- Les ressources spécifiques à la firme, difficiles à imiter et difficiles à substituer créent de la valeur ajoutée et sont la source de l'avantage compétitif de la firme
- La combinaison des ressources innovantes peut conduire à la création des nouveaux avantages compétitifs.

Cependant il faut également constater que, malgré ces efforts académiques, collectifs ou individuels, pour appliquer le cadre VRIO à une identification claire des ressources qui représentent une valeur stratégique pour les firmes, cette application reste à ce jour problématique *ex-ante* et inévitablement conjoncturelle *ex-post*.

#### **2.1.1.4. Diversité des approches RBV**

Etant donné la grande hétérogénéité des entreprises, la RBV est considérée complémentaire avec l'école de « positionnement » de Porter en management stratégique. Par exemple, Ray et *al.* (2004) tentent de rapprocher davantage ces deux théories, expliquant que pour l'approche à la Porter (1985) la performance des entreprises est due à ce que les firmes « font » tandis que pour la RBV la performance est due à ce que les firmes « sont », c'est-à-dire quelles ressources les composent. Ils nous rappellent au même temps que, malgré le fait qu'elles sont souvent considérées comme synonymes, performance et avantage concurrentiel ne le sont pas, et que la relation causale entre eux et les ressources rares n'est pas directe ni transparente.

C'est probablement pour ces raisons, c'est-à-dire la relation opaque entre ressource et avantage et la pluralité des définitions qu'Acedo et *al.* (2006) en anglais et Prévot et *al.* (2010) en français lors de leur étude bibliométrique appliquée à la RBV découvrent une multitude d'approches divergentes. Par exemple, le résumé récent de Prévot et *al.* (2010) distingue quatre courants importants établis aux fondements du paradigme de la RBV : l'approche des compétences, l'approche de la connaissance, l'approche des capacités dynamiques et l'approche relationnelle. Dans chaque approche, nous avons des auteurs ayant spécialisés à l'étude d'un type particulier des ressources : actifs compétences, capacités dynamiques, processus, relations, connaissances. Cette divergence ou plutôt richesse semble ayant développé un corpus aussi développé que la RBV elle-même et elle est parfois citée sans aucune mention de la RBV (Acedo et *al.* 2006).

D'ailleurs, Rouse et Daellenbach (2002) trouvent que cette divergence d'approches est bénéfique pour la recherche étant donné qu'elle nous permettra éventuellement de mieux identifier la vraie source d'avantage compétitif des entreprises. Ils proposent de « remonter » le chemin de création de valeur ajoutée de la firme, en commençant par la performance qu'elle affiche, d'identifier ses compétences, puis les structures sociales qui rendent ces compétences rares, inimitables et non-substituables et de finir par identifier les ressources en question.

A partir de son étude bibliométrique, Newbert (2007) souligne les deux pièges à éviter lors d'une recherche en RBV : la première était de ne pas différencier entre performance et avantage compétitif<sup>19</sup>. La deuxième est d'ignorer les évolutions de la RBV ces 10 dernières années et les contribuées récentes, comme par exemple l'introduction de la notion des capacités dynamiques. L'auteur propose aux chercheurs qui conduiront des recherches en utilisant la RBV dans le futur d'éviter d'utiliser l'approche dominante (VRIN ou VRIO) des ressources hétérogènes et d'utiliser plutôt les approches des ressources organisationnelles ou des capacités dynamiques. Cela permettrait de tester ces nouveaux modèles théoriques qui reflètent mieux l'état actuel de la RBV que le modèle original de Barney en 1991.

En accord avec la proposition du chemin de remonter de Rouse et Daellenbach (2002) et de Newbert (2007), nos réflexions et raisonnements théoriques dans ce projet se concentrent spécifiquement sur ces trois approches de la RBV : les compétences, les connaissances et les capacités dynamiques, qui se développeront dans la section suivante (section 2.3). Ce choix théorique est également demandé par la particularité du secteur du service financier dans lequel les fonds ISR sont créés et développés.

### **2.1.2. Autres approches RBV mobilisées**

Etant une des théories les plus mobilisées dans le domaine du management stratégique (Foss et Ishikawa, 2007 ; Brulhart et *al.* 2010), la théorie de la RBV permet de développer les différentes approches qui visent à explorer des concepts fondamentaux, tels que les compétences, les connaissances, les capacités.

Ces concepts ont été abordés par plusieurs auteurs. Nous choisissons de les présenter ici de façon structurée. Cette catégorisation ne doit pas apparaître comme source de confusion mais plutôt comme une richesse théorique (Brulhart et *al.*, 2010) et une applicabilité qui nous permettent d'analyser le cas particulier des fond ISR et de répondre à nos questions principales de recherche.

#### **2.1.2.1. Compétance Based View**

Sur la base des idées de l'article fondateur de Prahalad et Hamel (1990), cette approche fondée sur la notion des compétences se positionne en tant que perspective distincte de la

---

<sup>19</sup> Invoquée dans la conclusion de la section 1.3.1

RBV. Nous pouvons trouver également l'existence du lien entre les ressources et les compétences dans certaines définitions du terme de compétence comme « *la compétence fait référence à la capacité d'accomplissement en ayant recours à des ressources tangibles (équipement, machines, listes mailing) et des ressources intangibles (savoir-faire, compréhension des besoins clients)* » (Danneels, 2002, p. 1102). Ainsi, la compétence réside dans le savoir-faire de l'entreprise pour combiner les ressources, tangibles et intangibles, et elle est spécifique à l'entreprise (Barney, 1991 ; Grant, 1991). Elle permet de créer de nouvelles ressources, de faciliter leur développement et leur accumulation (Hamel, 1990).

Elle commence à être proposée comme théorie indépendante de la théorie des ressources (Freiling et *al.*, 2008) grâce à de nombreux ouvrages, coordonnés par Sanchez et *al.* (1996) et Sanchez et Heene (1997) en anglais, et par Quélin et Arrègle (2000) en français.

Afin de surmonter la limite de l'explication ex-post des décisions et résultats stratégiques, cette approche se concentre sur certaines ressources, les compétences, qui ont une particularité : ils désignent la capacité à déployer les ressources pour atteindre un objectif voulu (Amit et Schoemaker, 1993).

Or, nous constatons que, souvent dans les contributions antérieures, afin de reconnecter la théorie et la pratique, l'approche CBV essaie d'intégrer des concepts, tels que « dynamique », « cognition » et « systémique », dans la recherche en stratégie. Cela débouche sur à un concept assez vaste de « compétence » et par conséquent il existe des définitions diverses dans le domaine du management (Koenig, 1996). Prévot et *al.* (2010) propose une organisation des définitions de « compétences » en trois niveaux :

- Une « alchimie » organisationnelle complexe qui provient des interactions entre des connaissances (qu'elles soient individuelles ou présentes au niveau de l'organisation dans son ensemble), des pratiques et des attitudes (Durand, 2000).
- Une liaison entre la compétence et les résultats de sa mise en œuvre. La compétence n'a de sens que si elle permet de réaliser des activités de manière supérieure à la concurrence, c'est-à-dire de manière à apporter aux produits une fonctionnalité supérieure pour la clientèle par rapport aux produits de la concurrence (Prahalad et Hamel, 1990 ; Doz, 1994).

- Une distinction entre compétence et ressource. Les compétences se définissent comme le mode de coordination des ressources. Elles permettent d'accumuler et de développer les ressources et d'en créer de nouvelles (Arrègle, 1996).

Dans leur article fondamental, Prahalad et Hamel (1990) nous expliquent comment les diverses compétences de l'entreprise sont la source de sa compétitivité et que, encore une fois faisant opposition à l'approche concurrentielle de Porter (1980, 1985), identifier le « core compétence » de l'entreprise équivaut à identifier sa source d'avantage compétitif (p.89-91). Une décennie plus tard, Hatch et Dyer (2004) récapitulent dans leur revue de la littérature le progrès de la CBV en ce qui concerne la conceptualisation des compétences. Malgré le fait que techniquement les ressources d'une entreprise en capital humain soient variables, il est désormais reconnu que les compétences des employés sont souvent spécifiques à l'entreprise et à l'environnement d'entreprise qui les a aidés à les développer, étant donné la liberté des employés de quitter l'entreprise et travailler pour le compte d'un concurrent. Chaque fois qu'un employé subit une mutation il a besoin d'au moins une période d'adaptation augmentant les coûts pour l'entreprise - ce qui à son tour veut dire que le capital humain peut être source d'avantage compétitif selon le critère I du modèle VRIO.

La compétence cardinale est l'apprentissage collectif de l'organisation, portant en particulier sur la coordination de savoir-faire productifs divers et l'intégration de séries de technologie multiples. Elles doivent coaguler autour d'individus dont les efforts sont suffisamment diversifiés pour reconnaître les opportunités de fusionner leur expérience fonctionnelle avec celles d'autres de manière nouvelle et intéressante (Prahalad et Hamel, 1990). Grant (1991, p.119) résume qu'« *une compétence est la capacité d'un ensemble de ressources à réaliser une tâche ou activité* ».

Essentiellement donc la compétence organisationnelle est une intégration de savoirs spécialisés afin de réaliser une tâche productive distincte. Cette intégration conduit à concevoir la firme comme un ensemble de compétences organisées en une structure ou une architecture (Grant, 1996a).

En ce basant sur les études CBV précédentes, Hatch et Dyer (2004) se posent désormais la question intéressante : comment obtenir un avantage compétitif par le capital humain ? Les auteurs recensent quatre solutions :

- Sélectionner des ressources humaines par recrutement de capital humain à des sources externes : une meilleure éducation des employés à apprendre plus rapidement et, à son tour de contribuer davantage à l'apprentissage pendant leurs activités de l'entreprise. Les entreprises peuvent créer un avantage concurrentiel par la sélection, en utilisant les screening tests au cours du processus de recrutement. Cette solution offre un potentiel supérieur de prévision à l'évaluation des ressources humaines qui sont bien adaptées au contexte spécifique de l'entreprise. Bien qu'il s'agisse d'un processus coûteux, cette solution apporte des nouvelles ressources à l'entreprise.
- Développer des ressources humaines en investissant au capital humain interne : les entreprises peuvent tenter de développer les ressources humaines de qualité supérieure grâce à des investissements dans la formation. Les entreprises ne planifiant pas le développement de la productivité de leurs ressources humaines peuvent toutefois acquérir un avantage compétitif en bâtissant le capital humain de leurs employés par le biais d'entraînement. Cette solution de développer des nouvelles compétences à l'intérieur de l'entreprise permet aux entreprises d'être en mesure de gagner un avantage concurrentiel par la construction d'un capital humain de ses employés spécifique au besoin de l'entreprise.
- Le déploiement des ressources humaines par utilisation du capital humain de façon efficace. Les avantages de l'apprentissage peuvent être générés comme une stratégie des ressources humaines qui est effectivement déployée au sein de l'entreprise. Les entreprises, qui à la fois déploient plus de personnel pour les activités d'apprentissage et encouragent les employés à allouer un pourcentage plus élevé de temps à des activités d'apprentissage, devraient augmenter apprentissage par la pratique de performance.
- L'inimitabilité du capital humain liée avec l'expérience de chaque individu par rapport au poste qu'il occupe dans l'entreprise : parce que le roulement du personnel oblige les entreprises à s'engager dans ces activités des ressources humaines, il s'agit d'un contexte naturel de tester les inimitabilités du capital humain. Si le capital humain n'est pas protégé contre les attaques imitables, le roulement du personnel n'aura pratiquement aucun impact sur la performance de l'entreprise. Si toutefois, le capital humain est spécifique à l'entreprise, socialement complexe, dépendant des organigrammes, et confronté à des embouteillages, les firmes avec un taux de rotation du personnel (« turnover ») important souffriront d'un désavantage compétitif considérable par rapport à des firmes avec des effectifs plus stables où le capital

humain pourra être développé et déployé. Quand les ressources humaines quittent une entreprise ils emmènent avec eux leurs connaissances tacites et ils sont remplacés par des nouveaux employés qui manquent de la connaissance spécifique à la firme nécessaire pour contribuer au processus d'apprentissage par la pratique (« learning by doing ») de façon significative.

Ces quatre propositions illustrent que les ressources apportées par le capital humain, c'est-à-dire les compétences des employés, sont difficilement imitables et donc, du moment qu'elles peuvent se traduire en avantage compétitif, permettent de constituer une source de (sur) performance pour l'entreprise.

Dès lors, nous pouvons observer<sup>20</sup> que la CBV souligne l'importance du capital humain et notamment de ses compétences. Ce prisme d'analyse nous convient particulièrement étant donné que, comme nous le verrons aussi dans les sous-sections suivantes, notre objet de recherche, les fonds d'ISR, fonctionnent dans un environnement très qualifié et dans des conditions très particulières, où les compétences de son Conseil d'Administration et de sa SGP sont pratiquement le seul point clé qui les différencie de leurs concurrents.

#### **2.1.2.2. Knowledge Based View**

L'approche Knowledge Based View (KBV) est une approche dérivée de la RBV focalisée sur un type particulier des ressources : la connaissance. La théorie de la connaissance se propose d'introduire une nouvelle vision de la firme (Cohen et Levinthal, 1990 ; Conner et Prahalad, 1996 ; Kogut et Zander, 1992 ; Spender et Grant, 1996) fondée sur l'idée que celle-ci se définit par sa capacité à intégrer et coordonner les connaissances et à en créer de nouvelles.

À partir du début des années quatre-vingt-dix, la théorie de la connaissance propose une nouvelle vision de l'existence de la firme et souhaite se poser comme étant complémentaire à la théorie des ressources en partant de deux postulats fondamentaux, différents de celle de la RBV :

---

<sup>20</sup> Avant d'introduire des notions d'apprentissage et de gestion des connaissances qui seront discutés dans la section suivante abordant la KBV

- Premièrement, la firme existe parce qu'elle permet la création d'une communauté sociale plus efficace que le marché dans la combinaison de connaissances, ainsi permettant l'organisation de tâches productives.
- Deuxièmement, les frontières de la firme sont déterminées par le niveau d'efficacité dans la coordination des connaissances (Kogut et Zander, 1992).

En effet, McEvily et Chekravardhy (2002) nous expliquent comment la connaissance peut être source d'avantage compétitif : non seulement en tant que simple ressource de type d'information mais aussi – voir principalement - en permettant à l'entreprise d'imiter (ou non) des ressources stratégiques et de se faire imiter (ou non) les siens par d'autres entreprises, en fonction de ses caractéristiques tacites, complexes et spécifiques. Du moment qu'elles empêchent la diffusion des connaissances de la firme, ces caractéristiques peuvent déjouer les efforts des concurrents à répliquer la performance de la firme. Les avantages compétitifs basés sur des connaissances tacites, complexes et spécifiques peuvent être plus difficiles à répliquer parce que les aspects qui créent l'avantage compétitif sont davantage ambigus aux observateurs externes qu'aux membres de la firme (Barney, 1991). Néanmoins, les barrières à l'imitation expliquent la pérennité d'un avantage compétitif seulement au cas où l'imitation est le meilleur moyen pour les concurrents de réduire l'écart de performance.

Selon la KBV, identifier l'avantage compétitif est donc équivalent à identifier les processus de gestion de connaissance et d'apprentissage à l'intérieur de la firme (Buisson, 2003). La KBV adopte une position similaire à l'approche des Capacité Dynamiques<sup>21</sup>, c'est-à-dire on cherche à identifier les processus, principalement cognitifs qui permettant au manager de prendre des décisions concernant les ressources à sa disposition. Evidemment mesurer la performance cognitive d'une entreprise est une « tâche complexe », qui peut être abordé de plusieurs façons (Buisson, 2003) :

- En étudiant la relation du couple émetteur – récepteur, une relation centrale dans la réussite du transfert. Au niveau collectif, d'un groupe, d'un service ou d'unités d'affaire, il faudra prendre en considération les processus sociaux qui se jouent au sein de l'organisation. Le facteur humain influence le processus de diffusion et de réception et donc l'intégration et le transfert les savoirs.

---

<sup>21</sup> cf. section 2.1.2.3

- En étudiant la nature de la connaissance elle-même, la connaissance se décline en deux composants opposés, savoir tacite et explicite. Le savoir tacite est plus difficilement transférable compte-tenu de sa nature. Une des solutions pour pallier cette difficulté est la codification du savoir tacite, qui permet de le rendre explicite, mais qui le rend aussi plus accessible aux concurrents. De plus, certains savoirs peuvent ralentir l'apprentissage et gêner les transferts de savoirs, en raison des caractères tacites de compétences humaines et de la nature de l'ambiguïté causale des informations collectives (Szulanski, 1996).
- En étudiant les modes de transfert de connaissance, Almeida et Grant (1998) observent que les modes de transfert de connaissances les plus riches sont ceux qui impliquent un échange oral, qui permettent non seulement de répondre à une question, mais aussi d'explorer tout l'environnement non explicite de cette question. Le choix du mode de transfert doit donc être le plus en adéquation possible avec la connaissance échangée, et les caractéristiques de l'émetteur et du récepteur. Il en va de la réussite du transfert, et de manière indirecte, de la compétitivité de la firme.
- En étudiant les « réservoirs » de savoir au sein des organisations, un « réservoir » joue un double rôle dans le transfert des connaissances : ils est affecté lors du transfert, et à son tour affecte les processus et les résultats du transfert. Le savoir peut provenir de l'extérieur de la firme et par conséquent la capacité des firmes à accéder et intégrer des savoirs hors de leurs frontières serait plus performante que les autres.

Prévoit *et al.* (2010) distinguent deux approches complémentaires au sein de l'approche KBV :

Les premiers (ex. Conner et Prahalad, 1996 ; Grant, 1996a, 1996b ; Kogut et Zander, 1992) mettent en avant l'intégration et la coordination des connaissances individuelles comme rôles principaux de la firme. Grant (1996a) liste cinq particularités de ce type de ressources : transformabilité, possibilité d'agrégation, possibilité d'appropriation, spécialisation pendant le processus d'acquisition, et pre-requis, c'est-à-dire le besoin d'avoir déjà ce type de ressource pour pouvoir exploiter mieux les nouvelles ressources de ce type. Or selon Laroche et Nioche (2006) la capacité de l'entreprise de mobiliser ces ressources est inhibée par plusieurs biais cognitifs : ancrage, engagement, raisonnement, focalisation, fausse représentativité, illusion de contrôle et dépréciation des solutions incomplètes. Ces biais cognitifs peuvent donc empêcher les entreprises de prendre les décisions optimales concernant leur portefeuille, soit pendant la formulation des objectifs et l'identification des problèmes, soit pendant la

production des solutions, soit pendant le choix des solutions optimales (p.86). La valeur des connaissances est donc plus grande que celle des autres ressources étant donné qu'elle permet l'utilisation optimale de tout type de ressource.

Les deuxièmes (ex. Nonaka, 1994 ; Nonaka et *al.*, 2000 ; Spender, 1996) considèrent la firme comme une entité de création de connaissances. Les connaissances et la manière dont les organisations les utilisent doivent changer constamment. De ce fait Spender (1996) propose une « théorie dynamique de la connaissance ». Cela implique de reconnaître que les connaissances que la firme utilise ne sont ni données ni découvertes (au sens où elles seraient pré-existantes) mais créées : les connaissances de la firme sont continuellement renouvelées (Tsoukas, 1996). Cette idée se retrouve dans le modèle de création de la connaissance établi par Nonaka (1991, 1994) et popularisé par l'ouvrage de Nonaka et Takeuchi (1995). Nonaka et *al.* (2000) proposent de formaliser une « théorie de la création de connaissance » fondée sur l'idée que la raison d'être de la firme est de créer en continu de la connaissance. Ces auteurs introduisent un concept qu'ils placent au cœur de cette théorie : le « Ba », qu'ils définissent comme un « contexte partagé en mouvement ».

Charfi et Fernandez-Walch (2010) regroupent récemment les travaux en KBV en trois catégories :

La première catégorie de contributions, travaillant dans une perspective stratégique, considère que la création et le partage du savoir constituent des objectifs stratégiques pour l'entreprise et les dirigeants doivent mettre en œuvre tous les moyens nécessaires pour atteindre ces objectifs (ex. Grant, 1996b).

La deuxième catégorie de recherches se focalise sur les aspects managériaux. Les dispositifs managériaux visent à fournir un contexte et des conditions de travail de nature à tirer avantage des savoirs de chacun (ex. Nonaka et Takeuchi, 1995). L'instauration d'une politique de gestion des savoirs et d'un style de management participatif.

La troisième et la dernière catégorie de recherche aborde le choix de la structure organisationnelle de l'entreprise qui favorise le mieux les deux premiers. Parmi les dispositifs d'ordre structural, le choix d'une structure hiérarchique plate et une organisation du travail de type non récurrent à l'aide de processus de type projet paraissent être à même de faciliter la création et le partage du savoir (ex. Drucker, 1999 ; Grant, 1996b).

Comme nous l'avons expliqué dans le chapitre 1, la structure organisationnelle des fonds est à la fois très simplifiée et immobile. Cela nous oblige à nous situer à la deuxième catégorie des recherches en focalisant sur les aspects managériaux. En nous positionnant sur cet aspect, la théorie de la KBV semble particulièrement adaptée à évaluer les ressources des entreprises travaillant dans le secteur financier où les informations constituent les ressources les plus importantes. Donc, après cette brève présentation des bases théoriques nous introduirons deux des approches privilégiées pour étudier le flux d'informations, la gestion des connaissances (Knowledge Management), l'apprentissage organisationnel. Notre choix est commandé par notre intention de mettre en avant leur pertinence dans des études antérieures portant sur la gouvernance ou la RSE, le contexte où notre objet de recherche se situe. Nous développerons ces applications dans la section suivante dans laquelle la théorie de la RBV se confrontera à l'objet de recherche et à son contexte du secteur financier.

#### - **Gestion des connaissances (Knowledge Management)**

Le Knowledge Management focalise sur les systèmes d'information (SI). Les systèmes sont d'une double finalité, technique et sociale ; cela est conforme avec l'apprentissage des ressources d'information par la KBV comme finalité et processus pour la gestion des autres ressources. Ces SI sont souvent associés (et surtout dans les recherches francophones) aux systèmes de contrôle de gestion). Pour d'autres les SI occupent une place encore plus élevée dans la hiérarchie de l'entreprise, faisant partie des trois systèmes fondamentaux de l'entreprise : SI, Système de Pilotage et Système Opérant.

L'information que traitent les SI peut avoir plusieurs attributs : orales, écrites, ou visuelles ; informations externes ou internes ; brutes ou élaborées ; de contrôle ou de commande (voir l'alinéa précédent) ; cependant la plus importante parmi ces distinctions est celle entre information explicite et tacite (Spender, 1994). C'est la présence des informations tacites qui rend la KBV si importante : les informations sont les ressources les plus difficiles à évaluer.

La conséquence de la divergence entre signifiant et signifié d'une information est l'existence des connaissances tacites (Platts et Yenns, 2000) qui ne peuvent pas, ou n'ont pas encore pu être articulées. C'est le rôle du Knowledge Management de gérer les SI d'une façon qui permette la meilleure articulation possible de ces connaissances tacites.

Malgré toutes les contributions faites à la KBV, quantifier les contribution des connaissances et du KM à la performance de l'entreprise reste impossible (Erickson et *al.*, 2003, p.153). De plus, malgré le postulat de la KBV que les connaissances tacites peuvent être maîtrisées et contrôlées par l'entreprise, ainsi qu'une législation qui favorise ce contrôle, l'attribution d'un avantage compétitif aux SI et KM d'une entreprise reste difficile.

#### - **Apprentissage organisationnel**

Il s'agit d'un ensemble de concepts qui peut être relié à la KBV. Nous retenons en particulier les notions d'apprentissage organisationnel, de mémoire organisationnelle et de capacité d'absorption. La KBV est également très proche de celle développée par Penrose (1959) un quart de siècle plus tôt. Les travaux récents mettent en avant la dimension du traitement des connaissances (Dyer et *al.*, 2006) ainsi que les capacités cognitives des managers (Holcombe et *al.*, 2009). L'opérationnalisation des travaux est un autre défi important de la KBV (Nonaka et Von Krogh, 2009).

Avec chaque interaction les entreprises apprennent les unes des autres (Hakansson et Johansson, 2001). Selon la théorie d'apprentissage organisationnel, l'apprentissage des firmes est associé à la connaissance tacite qui peut être seulement développée avec l'expérience. Ces expériences ont lieu quand des membres de l'organisation interagissent avec l'environnement de l'entreprise. L'apprentissage survient quand les pratiques de l'organisation sont modifiées. Autrement dit, on assiste à un apprentissage organisationnel lorsque les pratiques d'une entreprise sont modifiées suite à une interaction avec son environnement.

Les théories distinguent trois phases, pas nécessairement dans l'ordre (Hakansson et Johansson, 2001) :

- Une première phase de création d'un réseau entre deux entreprises lorsqu'une entreprise apprend davantage sur la volonté et la capacité d'une autre pour continuer à faire des affaires ensemble. Cet apprentissage permet à l'entreprise d'effectuer des coûts de transaction moins coûteux par rapport à ceux qui opèrent seuls sur le marché ordinaire. Ce processus d'apprentissage a lieu grâce à l'interaction. Les deux parties apprennent les une par les autres et modifient leurs routines. Ce processus d'apprentissage est aussi stimulé par la variation dans l'environnement relationnel.

Une telle variation expose les parties à diviser leurs pressions, parfois suffisamment importantes qu'elles entraînent la résiliation de la relation.

- Une deuxième phase pendant laquelle les deux firmes modifient mutuellement leurs pratiques. Les entreprises peuvent s'attendre à ce que ces adaptations soient basées sur l'expérience acquise grâce à l'interaction. L'apprentissage dans cette phase peut conduire à l'élaboration des routines très interdépendantes, voire routines commune couvrant les systèmes d'activité des deux entreprises, ainsi que créant une valeur supplémentaire de relation. Dans ce cas, les résultats d'apprentissage dans l'exécution conjointe des deux parties sont supérieurs à la somme des performances des deux parties s'il n'y avait pas eu cet apprentissage commun.
- Une troisième phase dans laquelle nous pouvons concevoir l'apprentissage qui mène à la coordination à plus long terme des systèmes de l'activité de deux parties, par exemple, par le développement de nouveaux produits ou procédés de production. L'apprentissage est basé sur les interactions répétées et il est stimulé par des variations de la relation et du contexte. Ainsi, plus les gestionnaires s'impliquent dans les interactions d'une relation d'affaires et plus les participations d'experts sont variées, plus l'effet d'apprentissage est significatif sur les activités des deux entreprises. Ce type de relation peut se développer en quasi-organisations au sein desquelles les systèmes d'activité liant deux entreprises sont plus étroitement coordonnés.

Si l'efficacité de l'apprentissage dépend de la capacité d'absorption de l'organisation apprenante (Cohen et Levinthal, 1990), la capacité d'absorption se réfère à la capacité d'une entreprise de maintenir une valeur, d'assimiler et utiliser les connaissances externes. De plus, les connaissances actuelles et la technique dans un domaine spécifique ont un effet positif sur la capacité d'absorption d'une entreprise.

Nous pouvons percevoir ce processus comme un échange social, voire ce qu'on appelle une « double boucle » d'apprentissage organisationnel (Argyris et Schon, 2002). L'apprentissage en double boucle vise un changement durable, en profondeur. Il nécessite la remise en question des normes et valeurs directrices, dans un contexte où il existe une incompatibilité ou un conflit entre les valeurs actuelles et celles nécessitées par le changement. Selon les experts, ce type d'apprentissage caractérise l'organisation apprenante. Bien que l'apprentissage individuel soit toujours l'origine de l'apprentissage organisationnel, certaines conditions favorisent ce passage du niveau individuel au niveau organisation, telles que :

- Quand l'apprentissage est partagé ;
- Quand le savoir est intégré et partagé par un groupe appartenant à l'organisation ;
- Quand les actions organisationnelles influencent les croyances individuelles et se traduisent par l'adhésion à des modèles mentaux communs ;
- Quand, au préalable, les individus conçoivent et conviennent de procédures de prise de décision au nom de la collectivité, délèguent à des individus le pouvoir d'agir au nom de la collectivité.

C'est pour cette raison que nous considérons dans cette thèse que la KBV est une approche au sein de la théorie RBV, autrement dit que la nécessité d'utiliser la KBV pour accompagner chaque démarche RBV est encore une fois légitimée.

### **2.1.2.3. Capacités dynamiques**

L'approche dynamique apparaît comme une passerelle entre les contributions classiques de la RBV et les études les plus récentes de la KBV (Acedo et *al.*, 2006). La théorie des ressources et la théorie des compétences privilégient l'analyse des modes d'exploitation des ressources et compétences, alors que la perspective des capacités dynamiques s'intéresse au développement des compétences.

La constatation à l'origine du développement de la théorie des Capacités Dynamiques est celle de l'existence d'un manque de prise en compte par la théorie des ressources de l'importance de la notion de flexibilité. Dans des environnements aux changements rapides, la clé de la réussite est la capacité à acquérir ou développer au plus vite des façons nouvelles de configurer et utiliser les ressources. Dans ce type d'environnement, l'identification de nouvelles opportunités et l'organisation efficace pour en profiter sont plus importantes que la construction de barrières de position ou de barrières à l'entrée, par nature éphémères étant donné l'instabilité du marché. Cette idée se rapproche de la conception de Schumpeter (1954) d'une concurrence fondée sur l'innovation.

L'origine du concept de capacités dynamiques provient de la prise en compte de deux notions fondamentales (Prévot, 2010) :

- La dépendance des sentiers : l'évolution de la firme est conditionnée par les décisions prises et les ressources accumulées au cours de son histoire, et

- L'innovation : la firme est un lieu d'apprentissage par expérience, de construction et d'acquisition de nouvelles compétences, qui permettent l'innovation.

Cette approche est centrée sur les capacités dynamiques (« Dynamic Capabilities ») dont les éléments fondamentaux proposés par Teece et *al.* (1997) sont actualisés par l'article de Teece (2007). Elle étudie donc une forme particulière de compétence de niveau supérieur (Koenig, 1996). La capacité dynamique est définie comme la capacité des firmes à intégrer, construire et reconfigurer les compétences internes et externes pour répondre aux environnements qui subissent des changements rapides (Teece *al.*, 1997, p.514). Autrement dit, la capacité dynamique est vue comme la « *capacité à détecter et à saisir de nouvelles opportunités, à reconfigurer et à protéger les ressources et compétences de l'entreprise, avec l'objectif d'acquérir un avantage concurrentiel* » (Augier et Teece, 2009, p. 412).

Helfat et *al.* (2007) considèrent une capacité dynamique comme la capacité de l'entreprise à déployer, créer ou modifier, de manière déterminée, son stock de ressources. Les capacités dynamiques sont des combinaisons de ressources, uniques, difficiles à imiter et qui peuvent fournir un avantage concurrentiel à l'entreprise (Teece, 2007).

Dans cette perspective, ils affirment l'existence du lien entre capacités dynamiques et avantage concurrentiel. Le management des capacités dynamiques repose sur trois types d'actions : coordination et intégration de compétences (lecture statique), apprentissage par répétition et expérimentation permettant de réaliser les tâches plus efficacement et plus rapidement (lecture dynamique), reconfiguration et transformation, qui impliquent des capacités à sentir la nécessité de changement (lecture transformationnelle).

L'article d'Eisenhardt et Martin (2000) nous donne une définition assez détaillée de ce que sont ces « capacités dynamiques » : *des routines, des processus informels par lesquels les managers choisissent d'investir et/ou divertir des ressources et de les combiner pour en créer de nouvelles.* » (p.1107). En d'autres termes, il s'agit de l'étape préalable au choix conscient des leviers stratégiques pour actionner les ressources de l'entreprise qui se fait inconsciemment au niveau de chaque manager. Nous avons trois conseils que les auteurs nous donnent pour identifier ces routines.

Premièrement, les capacités dynamiques sont constituées de certains processus stratégiques et organisationnels comme le développement de produits, les alliances et prise de décision

stratégique qui créent la valeur pour les entreprises sur des marchés dynamiques en manipulant des ressources dans de nouvelles stratégies de création de valeur. Les capacités dynamiques ne sont ni vagues ni tautologiquement des abstractions définies.

Deuxièmement, ces capacités, qui sont souvent accompagnées de recherches empiriques approfondies, présentent des points communs avec les entreprises efficaces ou ce qu'on peut appeler « meilleures pratiques ». Autrement dit les entreprises peuvent être assimilées à ces « meilleures pratiques » dont le secteur ISR est particulièrement friand. Par conséquent, les capacités dynamiques ont une plus grande équifinalité, homogénéité et substituabilité au sein des entreprises que les implications traditionnelles de la pensée RBV.

Troisièmement, les modèles efficaces de capacités dynamiques varient avec le dynamisme du marché (Helfat et Peteraf, 2003). Lorsque les marchés sont modérément dynamiques tels que le changement se produit dans le contexte de la structure industrielle stable, les capacités dynamiques ressemblent à la conception traditionnelle de routines. Autrement dit, elles sont des processus analytiques compliqués et détaillés qui s'appuient largement sur les connaissances actuelles et de l'exécution linéaire pour produire des résultats prévisibles. En revanche, dans les marchés à grande vitesse où la structure de l'industrie tend à s'estomper, les capacités dynamiques prennent un caractère différent. Elles sont des processus simples, expérientiels, instables qui s'appuient sur de nouvelles connaissances rapidement créées et sur l'exécution itérative pour produire les résultats adaptatifs mais imprévisibles. Elles sont modifiées très fréquemment puisqu'elles suivent l'environnement dynamique de l'entreprise.

Leurs conseils concernant l'évolution des Capacités Dynamiques dans le temps et en fonction du type de marché (cf. tableau 5) nous serviront comme étape intermédiaire pour construire une hypothèse.

Les capacités dynamiques sont donc plus complexes que les ressources et les compétences, car elles requièrent le développement dynamique, l'adaptation et l'exploration d'autres types de ressources (Teece et *al.*, 1997). Les ressources et les compétences doivent évoluer, et c'est grâce aux capacités dynamiques que cela est possible. Ainsi, le développement de l'entreprise à long terme est assuré, car ce sont « des capacités de l'entreprise pour renouveler, augmenter et adapter ses compétences stratégiques » (Arrègle, 1996, p. 27). Si l'entreprise possède des ressources et compétences, mais ne détient pas de capacités dynamiques, elle rencontrera des difficultés pour maintenir son avantage concurrentiel sur le long terme. Par conséquent, la

possession de capacités dynamiques, permet à l'entreprise de générer des rentes supérieures sur le long terme (Augier et Teece, 2009).

**Tableau 5 : Capacités dynamiques et types du marché dynamique**

	<b>Marché dynamique modéré</b>	<b>Marché fortement dynamique</b>
<b>Définition du marché</b>	Structure de l'industrie stable, frontières définies, business model clair, acteurs identifiables, changement linéaire et prévisible	Structure de l'industrie ambiguë, frontières brouillées, business model fluide, acteurs en mutation, changement non linéaire et imprévisible
<b>Processus</b>	Routines détaillées et analytiques qui se basent extensivement sur la connaissance existante	Routines simples et expérimentales qui se basent sur des nouvelles connaissances, générées par une situation spécifique
<b>Exécution</b>	Linéaire	Itérative
<b>Stabilité</b>	Oui	Non
<b>Résultat</b>	Prévisible	Imprévisible
<b>Recommandation pour faire évoluer des CD efficaces</b>	Expérimenter fréquemment sur des variations proches	Choisir prudemment entre les alternatives radicalement différentes disponibles

Afin de poursuivre un avantage concurrentiel, les travaux de l'approche des capacités dynamiques mettent en exergue les éléments de consensus en identifiant cinq caractéristiques constitutives des capacités dynamiques (Ambrosini et Bowman, 2009) :

- Les capacités dynamiques s'apparentent à des processus de l'entreprise.
- Le rôle des capacités dynamiques est de faire évoluer la base de ressources de l'entreprise.
- Les capacités dynamiques sont construites par l'entreprise et intégrées (« embedded ») dans les processus de cette dernière.
- Les capacités dynamiques correspondent à un schéma de comportement continu et persistant (elles se distinguent ainsi d'un comportement réactif ponctuel).
- Les capacités dynamiques se définissent comme des processus délibérés et intentionnels.

Après avoir présenté brièvement notre cadre théorique, nous construisons nos hypothèses en utilisant des éléments empruntés à l'approche fondamentale (RBV) ainsi qu'à ses trois héritiers (CBV, KBV et Compétences Dynamiques). Pour nous guider, étant donné que nous n'avons pas trouvé d'autres recherches ayant appliqué la RBV aux fonds ISR, nous allons nous inspirer des recherches antérieures ayant appliqué une de ces approches dans les secteurs avoisinants des services financiers ou de la RSE. Cependant, avant de présenter cette revue de littérature au lecteur, il faut le convaincre de la légitimité de l'utilisation d'une approche de stratégie pour étudier un objet de recherche de la finance.

## **Section 2.2 : Légitimité d'une approche stratégique**

Cette deuxième section est consacrée à la justification de notre approche théorique. En effet, nous constatons que, comme l'a révélé la revue de la littérature, peu de recherches ont approché les fonds d'investissement, et encore moins les ISR, par le biais de la stratégie, et notre approche originale doit être alors motivée et légitimée.

L'objectif de cette section est donc de rassurer le lecteur que notre recherche est non seulement légitime mais qu'elle s'inscrit dans les ouvertures de recherche de nombreuses recherches antérieures en stratégie. Pour justifier notre approche nous invoquons d'abord les recherches antérieures soulignant l'importance d'intégrer la stratégie à la discipline de la finance ; et ensuite nous développons davantage les contributions de la stratégie à l'étude des caractéristiques particulières des fonds ISR, c'est-à-dire sa préoccupation RSE.

### **2.2.1. Stratégie et finance**

La stratégie a souvent été considérée plutôt comme un champ d'étude et non une discipline dans le domaine du management. Sans doute la raison principale de cette caractérisation tient-elle au fait qu'après plus de 30 années de recherche et de développement théorique il manque encore à la stratégie une orthodoxie en termes de théorie établie et bien intégrée, ce qui est la caractéristique d'une « vraie » discipline (Sanchez et Heene, 2010). Or ces critiques peuvent être également appliquées à la discipline de la finance (De Scheemaekere, 2006).

Les deux disciplines étant relativement jeunes, elles n'ont pas encore établi des frontières définitives. Cependant en ce qui concerne la « stratégie d'investissement », nous devons préciser d'emblée qu'il s'agit d'une activité qui relève purement de la discipline de la finance. Pour le MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) le processus de sélection des actifs financiers qui feront partie d'un portefeuille d'investissement est une activité quasiment mécanique.

Or, cette précision peut soulever chez le lecteur la question suivante : si la « stratégie d'investissement » fait uniquement partie de la discipline de la finance, comment cette recherche peut-elle prétendre étudier la stratégie des fonds d'investissement responsable en employant une approche RBV ? A-t-on le droit de l'aborder en employant des notions

externes à la discipline, voire hétérodoxes. Où se tient-il finalement l'objet de recherche de cette étude ?

Pour répondre à cette question, nous rappelons que notre double objectif pour cette étude est d'identifier les ressources stratégiques et de proposer les leviers stratégiques des fonds ISR. Ces ressources et leviers stratégiques permettront ensuite aux fonds ISR de maintenir les avantages compétitifs par rapport aux autres fonds traditionnels. De plus, ces avantages compétitifs influencent la performance des fonds ISR, soit immédiatement, soit dans le futur.

Concernant la performance d'une entreprise, il s'agit d'un sujet qui semble par prédilection appartenir à la finance. Or étudier les facteurs qui influencent sa performance financière revient à étudier sa stratégie. On pourrait aller jusqu'à dire que la finance étudie la performance ex-post tandis que la stratégie recherche à la déterminer ex-ante. Les fonds d'investissement, dont d'ISR, sont des firmes comme les autres et n'ont pas de raison d'être exclus.

Concernant l'ISR, de par sa définition, l'ISR essaie d'échapper à ce destin mécanique qu'attribue le MEDAF au processus d'investissement. Investir avec des critères d'exclusion ESG, en prenant en considération des répercussions Ecologiques et Sociales, sort du calque « maximisation du profit tout en minimisant le risque », qu'il soit bêta ou alpha.

De plus, comme ce que nous l'avons mentionné, ils existent non seulement les critères d'investissement dans l'ISR, mais également l'aspect dialogue avec les entreprises. Cette complexité ne rentre pas forcément dans le cadre du MEDAF. La gestion des relations entre les entreprises tombe plutôt dans la « juridiction » de la discipline de la gestion ; et la gestion des relations entre actionnaires et entreprises dans ce qu'on appelle « gouvernance des entreprises ». Comme nous l'avons expliqué dans la section 1.1.3, ce terrain de recherche est aussi revendiqué par l'économie et la sociologie.

Certes, le courant dominant de la finance a déjà réduit cette relation comme « voice, exit, loyalty ». Cependant, cette vision reste toujours aussi réductrice. Premièrement, des éléments stratégiques complexes comme le dialogue avec une autre entreprise ne peuvent pas être réduits en termes binaires. Nous consacrerons l'intégralité de la sous-section suivante à la présentation des recherches en gestion ayant traité (ou faisant appel pour un traitement stratégique) des relations de gouvernance.

Deuxièmement, au risque de paraître redondants : il y a deux paragraphes, nous avons rappelé au lecteur qu'un fonds ISR ne peut pas être réduit à des critères d'exclusion ; maintenant nous devons lui rappeler qu'un fonds ne peut pas non plus être réduit à ses fonctions d'exclusion et de dialogue avec les entreprises. Les fonds d'investissement sont des entreprises. Et tout comme entreprise ils ne peuvent pas être réduits à leur fonction de production, ici celle d'investissement en actifs financiers. En vulgarisant l'activité des fonds ISR, nous espérons convaincre le lecteur que son activité n'est pas fondamentalement différente de toute autre entreprise : le screening et le dialogue font partie de la « ligne de production » des fonds ISR, ce qui leur permet de construire leur portefeuille d'investissements, un produit financier parmi d'autres, dont l'objectif ultime est de se voir commercialisé. Et qui dit commercialisation dit clients – et qui dit clients dit fournisseurs, etc. Des notions qui nous éloignent de plus en plus du MEDAF pur.

Ces rappels ne sont pas une innovation de notre recherche doctorale : le courant de « finance comportementale » les soulève indirectement depuis une décennie. Le courant dominant arrête l'analyse au niveau institutionnel et donc traite les entreprises du secteur financier comme des « boîtes noires » ; tandis que la finance comportementale étudie les acteurs du marché financier au niveau individuel, en étudiant ce qui implique qu'à l'intérieur de chaque entreprise il y a plusieurs rôles à remplir et des responsabilités à assumer. Et donc des initiatives à prendre. Et donc plusieurs stratégies.

Notre recherche doctorale fait appel à ce type d'arguments pour avertir que « étudier la stratégie des fonds ISR » est une question qui ne peut pas être traitée simplement en étudiant les critères de screening ISR et les formes de dialogue avec les entreprises. Aussi fort que la discipline de la finance du courant principal le voudrait, un fonds d'investissement doit, par exemple, gérer ses fournisseurs et ses clients, veiller à ses concurrents, s'adapter au marché, etc. Comme tout autre entreprise. Et comme tout autre entreprise nous pouvons étudier comment elle gère tous ces facteurs – autrement dit étudier sa stratégie.

Ces dernières décennies, une des approches les plus utilisées pour étudier la stratégie des entreprises à été l'approche des 5 forces de Porter (1980, 1985). Or étant donné l'opacité notoire du secteur des services financiers (Du Boys, 2003) l'approche s'annonçait difficile pour une étude doctorale. Parmi les autres approches disponibles dans la discipline de la stratégie nous avons choisi d'utiliser l'approche par les ressources pour deux raisons : il s'agit

d'une approche avec laquelle nous étions déjà familiarisés et elle nous semble pouvoir éviter l'obstacle d'opacité.

### **2.2.2. Stratégie et RSE**

Puisque finalement ce qui distingue les fonds ISR des autres fonds c'est leur préoccupation avec la RSE, il convient pour une recherche d'employer une approche adaptée qui puisse éventuellement capturer le transfert d'avantage compétitif que peut conférer cette préoccupation avec la RSE. Cette section démontre que la discipline de la stratégie s'est déjà penchée sur la question.

Basu et Palazzo (2008) distinguent trois types fondamentaux de questionnements en matière de RSE répandues dans la littérature académique :

- Le premier type de questionnement porte sur les parties prenantes. La RSE est considérée comme une réponse aux demandes spécifiques des parties prenantes externes, telles que les groupes de pression du gouvernement, des ONG et des consommateurs, en ce qui concerne les opérations d'une entreprise, ou en ce qui concerne des préoccupations sociales généralisées.
- Le deuxième type de recherches s'intéresse à la question de la performance. Ce type de questionnements travaille sur le lien entre les attentes extérieures de l'entreprise et les actions de l'entreprise en matière de RSE, ainsi que sur la mesure de l'efficacité de ces actions, la détermination des activités qui pourraient être mieux adaptées pour atteindre les performances requises. Les chercheurs ont, par exemple, tenté de renforcer le lien entre la RSE et la stratégie d'entreprise, d'évaluer l'impact de la RSE sur la rentabilité et/ou les modalités de mise en œuvre de la RSE.
- Le troisième type de recherches examine les raisons extérieures pour l'engagement en matière de RSE, par exemple l'amélioration de la réputation des entreprises, les sanctions juridiques de préemption, les réponses à l'action des ONG, la gestion des risques, la fidélisation de la clientèle, les justifications des concepts philosophiques pour faire progresser les notions particulières sur les obligations et responsabilités.

Ces trois approches ont apporté des contributions importantes à la recherche en matière de RSE. Cependant les auteurs critiquent la négligence des facteurs institutionnels qui pourraient déclencher ou former telles activités en premier lieu. Le contrôle externe, en particulier par

des fonds ISR et alimenté par un mandat de gestion d'actifs durable (« *Sustainable Asset Management* »), finit également par s'appuyer fortement sur les mesures d'activité pour juger une variété de résultats des entreprises : si elles ont un code de conduite, si elles respectent des normes environnementales, ou si elles contribuent à des organismes de bienfaisance etc.

Or le mépris des déterminants institutionnels peut conduire à l'échec dans la compréhension de la façon dont les gestionnaires prennent des décisions critiques. Documenter les activités liées à la RSE, sans en comprendre les causes de précipitation peu probable de révéler des différences réelles entre les entreprises. Autrement dit cette homogénéisation et standardisation des rapports RSE comporte une difficulté d'étudier les particularités des activités d'entreprises. La conclusion de Basu et Palazzo (2008) est que, bien qu'il y ait eu des travaux se concentrant sur l'extérieur (influences institutionnelles sur les organisations et leurs activités de RSE) une alternative potentiellement plus riche et la description de la RSE pourraient émerger de l'étude de déterminants institutionnels internes. Utiliser donc la RBV pour décrypter l'intérieur de fonds ISR semble s'inscrire dans les propositions des auteurs.

Smith (2007, p.186) rappelle que la RSE « *définit la considération organisationnelle de parties prenantes ainsi que son impact global, au-delà de l'accent mis sur une maximisation simple de la richesse des actionnaires* » qui nous permet de faire le lien avec les capacités dynamiques et l'avantage compétitif. L'auteur propose également trois dimensions de recherche suivantes :

- Premièrement, les futures recherches sur la RSE devront se focaliser sur l'augmentation proportionnelle des échanges d'informations de qualité, associés à l'élaboration des actifs intangibles stratégiques. Cette piste de recherche peut être soutenue par la théorie de la RBV, par exemple la réputation du produit et de l'entreprise, le savoir-faire des employés et la culture d'entreprise.
- Deuxièmement, les recherches sur la RSE pourront être basées sur la capacité de gestion afin d'assurer la médiation des arguments négatifs contre la responsabilité sociale, à savoir réduire les sélections aversives dilemmes de la théorie de l'agence et d'aléa moral. La direction devrait contrer l'image négative. Par exemple la plupart des entreprises ne sont pas sincères dans leurs efforts pour être socialement responsables, ainsi que dans leurs intentions ultérieures de profit pur et de parts de marché.
- Troisièmement, les stratégies de recherches sur la RSE seront également basées sur la capacité de gestion en vue de promouvoir le concept de durabilité de l'entreprise grâce

à l'application de la pensée sur les trois piliers : l'intégration simultanée de critères économiques, environnementaux et sociaux dans la stratégie afin de créer la valeur des actionnaires à long terme, malgré ses coûts initiaux liés à des conséquences associées aux desseins verts.

Notre recherche s'inscrit dans ces trois ouvertures proposées : en focalisant sur « la valeur des actionnaires à long terme » nous nous sommes déjà inscrits à la troisième ; et en structurant nos hypothèses dans le chapitre suivant autour de 2 grandes axes, les « échanges d'informations de qualité » et la « la capacité de gestion », nous nous inscrivons à la première et la deuxième, respectivement.

Finalement la légitimité du cadre théorique se fait à travers trois types de leviers stratégiques (Johnson et *al.*, 2008) :

- Les ressources doivent permettre la mise en œuvre des stratégies actuelles ;
- Les ressources actuelles doivent inspirer la création de nouvelles stratégies ;
- Les ressources doivent pouvoir s'adapter pour permettre l'intégration des nouvelles stratégies.

Pour conclure, dans cette sous-section, nous avons développé la relation entre stratégie et RSE. Nous rappelons ici notre souhait de contribuer à l'interprétation de la performance des fonds. Les contributions de la discipline de stratégie à l'identification des avantages compétitifs que peut conférer la RSE nous aideront par la suite, dans notre partie empirique, à mieux discerner un éventuel avantage compétitif des ISR conféré par l'appropriation des pratiques RSE par les fonds.

Dans un deuxième temps nous développons davantage la relation entre gouvernance et RSE. Nous rappelons ici les deux manifestations de l'ISR, screening et dialogue avec les entreprises. Le screening étant facilement imitable il est exclu automatiquement selon le modèle VRIO des ressources stratégiques dont peut disposer un fonds ISR. Le dialogue par contre n'est pas facilement imitable. Nous suivons donc la même logique, c'est-à-dire nous examinons de plus près des contributions ayant étudié le couple gouvernance-RSE pour mieux nous préparer à l'identifier éventuellement dans notre partie empirique.

## **Section 2.3 : Antécédents d'applications RBV pertinentes**

Cette troisième section continue à présenter notre démarche théorique en introduisant l'utilisation de la théorie de la RBV, ainsi que ses trois concepts mobilisés, aux contextes particuliers dans lesquels les fonds ISR sont créés et développés. L'objectif de cette section est de préparer les éléments nécessaires qui nous permettent de construire nos hypothèses dans le chapitre suivant.

Nous présentons les contributions clés concernant des applications de la théorie RBV au secteur financier et à la RSE et/ou gouvernance. Nous terminerons ce chapitre par une déclaration de deux types de ressources à étudier dans le projet, à partir d'une réflexion croisée entre objet, théorie et contexte de l'objet.

Pour atteindre cet objectif, nous soulignons d'abord les particularités du secteur des services, dont les services financiers comme les fonds d'ISR font partie. Les particularités des services financiers par rapport au secteur des services en général seront ensuite évoquées.

### **2.3.1. Facteurs stratégiques liés au secteur d'activité**

Une large force de la conceptualisation RBV est sa portée étendue : toutes les firmes et autres formes d'organisations ont des types de ressources qui sont au minimum potentiellement utiles dans le maintien de l'efficacité et de l'efficience. La portée presque universelle du concept de ressource ne permet pas seulement d'expliquer les efforts nombreux d'application des concepts liés à l'approche par les ressources, mais aussi l'entrée de la théorie des ressources dans d'autres domaines du management, comme la finance (Sanchez et Heene, 2010).

De plus, le modèle VRIN ou VRIO est applicable à un grand nombre de modèles interprétant les significations des ressources de valeur stratégique dans différentes firmes et différents contextes de marché, comme les fonds ISR dans le secteur de service financier.

De même, comme le remarquent d'Amit et Schoemaker (1993) dans leur revue de la littérature dix ans plus tard, toutes les ressources ne sont pas pareilles et ne devraient pas être traitées de la même façon. Certaines ressources sont liées à l'environnement de l'entreprise,

notamment celles apportées par le capital humain. De plus, les décisions par rapport à la gestion de ce portefeuille de ressources ne sont pas transparentes, étant donné que l'entreprise fonctionne dans un contexte d'incertitude, complexe et conflits intra-organisationnels. Ils définissent donc les actifs stratégiques de l'entreprise comme l'ensemble de difficultés à échanger et à imiter ; ils sont des ressources et des capacités spécifiques, rares, appropriables qui confèrent un avantage concurrentiel à l'entreprise. Lorsque l'industrie est l'unité d'analyse, les auteurs soulignent qu'à un moment donné, certaines ressources et capacités qui sont soumises à des défaillances du marché, sont devenues les déterminants principaux de la rente économique. C'est pour cela que les auteurs proposent une liste de facteurs stratégiques liés à l'industrie de l'entreprise, (*Strategic Industry Factors*, SIF) pour faciliter l'identification des ressources pertinentes à la stratégie de l'entreprise.

Dès lors, les industries peuvent être classées en termes de facteurs stratégiques qui sont, nous le rappelons, caractérisés par leur distribution irrégulière entre les firmes et leur disposition à être évoluer voire à échouer en fonction de l'humeur du marché.

A partir de cette définition, les SIF pourront être déterminés au niveau du marché grâce à des interactions complexes entre les concurrents de l'entreprise, les clients, les autorités réglementaires, les innovateurs extérieurs à l'industrie et d'autres intervenants.

Les rentabilités économiques, dans ce cadre, proviennent de l'asymétrie dans les dotations de ressources initiales, c'est-à-dire la rareté des ressources, la transférabilité des ressources limitées, la substituabilité imparfaite et l'appropriation. Il faut considérer que les organisations industrielles économiques se positionnent à l'extérieur de l'entreprise pour expliquer les performances supérieures obtenues pour examiner, par exemple, les structures différentes des marchés, les paramètres des réglementations alternatives, les relations de collusion, ou les technologies de substitution, la source des rentabilités selon la perspective des ressources internes.

Cette liste de SIF (table 6 ci-dessous) est utile pour nous dans ce projet afin d'identifier les leviers à la disposition de l'entreprise pour gérer ce portefeuille de ressources.

**Tableau 6: Caractéristiques générales de facteurs stratégiques industriels**

1	Stock type Resources and Capabilities that ex post are shown to be key determinants of firm profitability in an industry
2	Determined at the market level through complex interactions among industry rivals, new entrants, customers, regulators, innovators, suppliers, and other stakeholders
3	Strategic in that they are subject to market failures and may be the basis for competition among rivals
4	The bundle of SIF changes over time and is not known ex ante
5	Their development takes time, skill, and capital; they may be specialized to particular uses
6	Investments in them are largely irreversible (i.e. entail sunk costs)
7	Their values deteriorate or appreciate, over time, at varying rates of change
8	Their pace of accumulation may be affected by a range of managerial actions (policy levers) and by the speed up their development (e.g. doubling the investment will not usually halve the time)
9	Their value to any particular firm may depend on its control of other factors – the complementarily property. For instance, the value of a firm’s product design capability may depend upon the effectiveness of its distribution network
10	Not all aspects of their development and interactions will be known or controllable

En accord avec la perspective des ressources, la valeur des actifs stratégiques des entreprises s’étend au-delà de leur contribution au processus de production. Ils reposent sur une vaste gamme de caractéristiques (voir Figure 13) et ils varient en fonction de l’ensemble de facteurs stratégiques d’industrie, tel que décrit par le tableau 4.

En général, la valeur stratégique des ressources et des capacités d’une entreprise est renforcée d’autant plus difficilement qu’ils doivent acheter, vendre, imiter ou remplacer. L’accent est mis ici non seulement sur l’aspect matériel de ressources et de capacités, mais surtout sur leurs caractéristiques de transformation. Elles sont souvent spécifiques à une entreprise et / ou à une industrie particulière à un moment donné. Cette idiosyncrasie les rend difficiles à imiter et leur temps de développement ne peut pas être facilement compressé. En outre, l’applicabilité de l’ensemble des ressources et des capacités de l’entreprise à un secteur particulier permettra de déterminer les rentabilités disponibles.

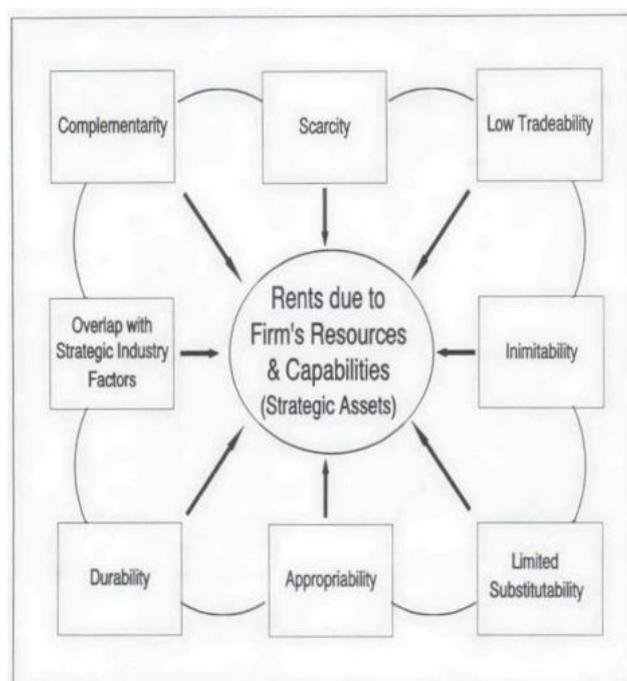
Les actifs stratégiques de l’entreprise peuvent se présenter de façon complémentaire dans le déploiement ou l’application ; autrement dit la valeur stratégique de chaque actif peut augmenter avec l’augmentation des autres actifs stratégiques. Plus les actifs stratégiques sont

spécifiques à l'entreprise, durables et rares, plus ils sont précieux pour l'entreprise, plus ils peuvent être déployés, pour au moins trois raisons :

Premièrement, si les ressources et/ou compétences des autres entreprises subissent une forte demande et sont difficiles à imiter, il y aura moins de firmes qui poursuivront des stratégies du marché se basant la dessus puisque le reste du marché trouvera ces méthodes trop coûteuses ; la raison est que la majorité trouvera des entreprise au marché ces pratique trop coûteuses ou trop longues. Deuxièmement, la spécificité de l'entreprise et la présence des coûts de transaction suggère que la valeur de certaines ressources et capacités seront moins élevés pour certaines entreprises. Troisièmement, plus qu'ils sont durables. L'investissement nécessaire sera moins lord pour compenser leur amortissement, ainsi que le cas échéant.

L'avantage durable est obtenu lorsque les concurrents actuels et potentiels (nouveaux entrants) manquent de la capacité ou du désir d'imiter. Plus probablement, l'évolution heuristique fait émerger les efforts afin de mieux intégrer l'incertitude, la complexité et les conflits de l'organisation. L'hypothèse est que, même en équilibre, les entreprises peuvent être différentes en termes de ressources et des capacités qu'elles contrôlent, et que ces entreprises asymétriques peuvent coexister jusqu'aux changements exogènes.

**Figure 15 : Caractéristiques des ressources et des capacités des entreprises**



Source : Amit et Schoemaker, 1993

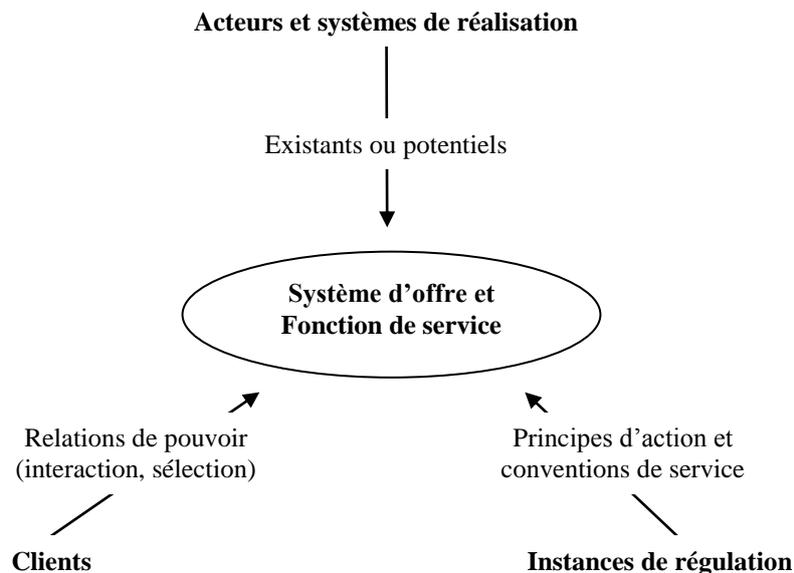
Il est important de souligner que l'ensemble des facteurs stratégiques d'industrie changent et ces mutations ne peuvent pas être prédites ex-ante. Le défi est d'identifier, ex ante, un ensemble d'actifs stratégiques pour l'établissement durable d'un avantage concurrentiel de l'entreprise, et ainsi de générer les rentabilités organisationnelles. Cependant, Amit et Schoemaker (1993) affirment que ce sont les rentabilités économiques qui découlent des ressources de l'organisation et des capacités qui peuvent être affectés par l'organisation, plutôt que tout autre facteur.

Or, quand on parle de la RSE et l'ISR, comment définir ces SIF ?

### 2.3.2. Particularités du secteur des services

Dans les services financiers, l'intensité concurrentielle a augmenté à la suite d'une combinaison de forces (Tannery, 1994). Cela résulte de trois forces (figure 16 ci-dessous). Deux concourent à la définition du système d'offre et de la fonction de service : les instances de régulation et le client. La troisième consiste en l'ensemble des acteurs et des systèmes de réalisation pouvant offrir la fonction de service.

**Figure 16 : L'intensité concurrentielle et le système d'offre du secteur des services**



Source : Tannery (1994)

Les clients ont d'abord fait évoluer les relations de service en prenant à leur propre jeu les banques. Après avoir fortement encouragé la monétique, celles-ci se sont retrouvées dépassées par les utilisations sans limite qu'en font les clients. Il en résulte une certaine perte d'appartenance, d'identification avec la banque, au profit du simple recours aux techniques de paiement. Le relâchement conséquent des relations sociales, notamment entre le responsable de compte et le client, facilite les infidélités, les abandons, les changements de banque. En plus, cette sur-utilisation pose un problème économique pour les petits montants.

Dans les services financiers, l'intensité concurrentielle a augmenté à la suite d'une combinaison de forces. Cependant lorsqu'un usage est institué il est difficile d'obtenir son abandon. Tannery (1994) utilise comme exemple la résistance des banques françaises face à l'introduction des chèques payants. Le poids de ces institutions sur la concurrence est constaté par les empêchements qu'elles importent à ceux dont la participation pourrait perturber le statu quo.

Paradoxalement, ces mêmes instances ont facilité, par des déréglementations, l'offre et la réalisation de services financiers par des voies variées. Le lobbying des banques françaises a permis la création des établissements financiers spécialisés. L'exemple utilisé par Tannery (1994) est la pénétration dans le domaine du crédit aux particuliers des institutions financières spécialisées, à l'époque Sofrino ou Cofinoga. En jouant un rôle de centrale d'argent, qui ensuite vend au détail les financements, en prenant en plus l'option d'une démutualisation des risques, elles ont réussi à avoir des taux plus compétitifs que les grandes Banques.

Selon l'auteur, le problème clé des jeux concurrentiels des activités de services est celui de la structuration du système d'offre. Un trait essentiel est que les différentes fonctionnalités ne sont pas réalisées par les mêmes acteurs économiques. Au-delà du système d'offre, il s'agit de concevoir les conditions stratégiques de relations entre les nombreux acteurs parties prenantes à la réalisation. Or, cette question n'est pas mieux traitée par l'économie des services : la recherche économique retrouve sa tendance traditionnelle à privilégier l'échange. Au-delà, la firme reste largement toujours une boîte noire.

Ce qui est plus important, dans l'étude de Tannery, pour notre projet de thèse, est qu'en s'intéressant principalement à la relation de service et à l'acte de service, pour revenir sur la question de la valeur par une nouvelle attention portée à l'utilisation.

S'inspirant de Tannery (1994), la nature du secteur des services veut que le rôle des actifs et des matières premières soit très diminué par rapport à d'autres secteurs. Cela ne veut pas dire que le rôle des fournisseurs ou des produits de substitutions soit diminué, et même si cela était le cas, cela ne nous préoccuperait pas dans une approche RBV. Cette observation sert plutôt à souligner les lacunes des approches de type Porter ou BCG, souligné par Tannery (1994), et qu'il faut les accompagner des approches explorent les opérations au sein des entreprises et leurs facteurs de délimitation. En définitive, les principaux développements de ces analyses stratégiques proposent des cadres conceptuels et méthodologiques soit sur les types de contexte économique et leurs facteurs structurants (ex. Porter, BCG), soit sur les forces animant les opérations des entreprises et leurs facteurs de délimitation (core business, compétences). Il reste deux interrogations sur l'organisation du milieu, du champ stratégique des entreprises et sur l'agencement institutionnel et fonctionnel requis pour les activités, et notamment par les services.

Selon l'auteur, c'est ce type d'approches, dont la RBV, qui peut étudier les systèmes d'offre spécifiques au secteur de services.

- L'infrastructure, qui contrairement aux secteurs de produits impacte la satisfaction du client, permet les transformations matérielles ou informationnelles requises pour la réalisation des services. Il s'agit d'un système d'opérations qui se maintient à l'état de potentiel jusqu'à son activation effectuée à la suite de l'expression d'une demande par un client.
- Le système d'intermédiation, encore une fois pas nécessairement étudié dans d'autres secteurs qui s'intéressent principalement au produit final, assure le fonctionnement des réseaux demandés par les systèmes de réalisation. Cette fonction de pilotage, requise pour un emploi satisfaisant de l'infrastructure, consiste en des jeux de commutation qui allouent les ressources et les facteurs nécessaires à l'obtention de résultats effectifs.
- Les relations de services elles-mêmes, correspondant aux situations d'interaction sociale entre le prestataire et le client, se développent lors des insertions locales des réseaux, là où le service final est effectué au bénéfice du client. C'est principalement dans ces situations qu'apparaît une construction sociale du service.

Ces manifestations particulières du système d'offre, outre le fait qu'elles méritent d'être toutes étudiées via une approche des compétences, ont comme résultat, d'inciter la firme dans le secteur de services à adopter trois fonctions : d'opérateur, de médiateur, de prestataire. Or

même si cela n'est pas explicité dans le texte, dans une logique de RBV, adopter ces fonctions signifie une réorganisation des ressources de l'entreprise à cet effet. Il s'agit bien des choix stratégiques uniques dans le secteur des services. L'auteur résume les points de vue dans le tableau 17 ci-dessous qui montre les trois strates d'organisation des activités de service. Nous pouvons observer que la compétitivité des uns devant les autres dépend des positions de chacun au sein des différentes strates d'organisation des activités de service.

**Tableau 7 : Les trois strates d'organisation des activités de service**

<b>Espaces concurrentiels</b>	<b>Dimensions clés</b>	<b>Fonction des acteurs</b>	<b>Jeux de lutte-coopération</b>
Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activation d'un potentiel</li> <li>• Economies d'échelle et externalités de réseau</li> </ul>	Opérateur	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coopération pour constituer l'infrastructure</li> <li>• Lutte entre infrastructures</li> </ul>
Système d'intermédiation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Commutation et fonctionnement</li> <li>• Répartition de la valeur</li> </ul>	Médiateur	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lutte pour la répartition de la valeur</li> <li>• Coopération pour le fonctionnement</li> </ul>
Relations de service	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Construction sociale du service dans l'interaction</li> <li>• Processus d'utilisation et évaluation</li> </ul>	Prestataire	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lutte entre prestataires</li> <li>• Coopération prestataire - client</li> </ul>

Source : Tannery 1993

### **2.3.3. Particularités du secteur des services financiers**

Etant les premiers à se pencher sur la question des processus dans les services financiers, Safizadeh et *al.* (2008) résumant les cinq particularités du secteur financier : l'incertitude inhérente à la personnalisation, la nécessité d'interactions fréquentes avec les fournisseurs, la spécificité des actifs, le risque de ne pas s'approprier pleinement les rentabilités des services d'innovation et les questions de mesurer de la performance.

Analysés dans une perspective de la théorie de coût de transaction, les services personnalisés impliquent une incertitude importante, de sorte que le prestataire de services doit souvent interagir avec ses fournisseurs. Le service de la personnalisation, par sa nature même, exige de fréquents changements au processus de prestation de services. Toutefois, en raison des contraintes de la rationalité limitée, le prestataire de services ne peut pas rédiger un contrat

qui comprend toutes les dispositions nécessaires pour recevoir les demandes de la clientèle imprévisible. En outre, un changement dans le service en raison de la personnalisation peut exiger de nouvelles capacités que les fournisseurs ne possèdent pas et pourraient être réticents à développer. Même si quand ils proposent des accès concurrents aux nouvelles capacités, ils traitent souvent avec de multiples entreprises pour tirer profit au maximum des économies d'échelle.

En conséquence, les entreprises de services ont seulement une petite « fenêtre » dans laquelle elles cherchent la rentabilité appropriée de leurs innovations. Pour traiter les demandes uniques des clients, le prestataire de services doit aussi avoir une relation étroite avec ses fournisseurs. Plus les attributs des services demandés sont uniques, plus il est probable que la relation peut impliquer des actifs spécifiques. Bien que la spécificité des actifs puisse inclure l'emplacement, dans le cas des services financiers les personnes et les éléments « software » sont probablement impliqués.

Un autre facteur de complication liée à la performance du fournisseur est la question de la nécessité des visites fréquentes et la modification. La préoccupation constante de la société de services sur la qualité de service pourrait s'efforcer ses relations avec les fournisseurs, ce qui augmente les chances de hold-up.

Les auteurs soulignent les trois niveaux de services en fonction du contact avec les clients : service pure (haut contact), service mixte (moderate contact) et quasi-manufacturé (low contact). Les services haut contact doivent faire face à l'incertitude découlant de demandes uniques des clients et de leur implication dans le processus de prestation de services qui crée des inefficacités et augmente le coût des opérations pour le front office où le contact client prend place. Dans le cas des services à bas contact, la plupart des activités sont organisées dans le back office, ce qui élimine les inefficacités causées par l'arrivée des clients au hasard, des demandes différentes et l'implication dans le processus de livraison. Un service personnalisé est susceptible de garder les opérations de back-office à l'interne. Ils concluent que les relations et la position en tant que fournisseur interne deviennent plus importantes lorsque l'incertitude augmente.

Un autre apport important de l'étude de Safizadeh et *al.* (2008) est d'identifier et compiler les processus professionnels du secteur financier qui est considéré comme un « *information-based service industry* » (p.89), (cf. tableau 8 ci-dessous).

**Tableau 8 : Processus principaux du secteur financier selon Safizadeh et al. (2008)**

Process name	Frequency (%)	Process name	Frequency (%)
Financial planning	7%	Investment advisory service	1%
Selling insurance	7%	Invoicing clients	1%
Selling securities	5%	Investing in hedge funds	1%
Managing assets and trust services	4%	Issuing new equity	1%
Managing portfolio	4%	Leading group	1%
Calculating commission, fee, payment	3%	Managing insurance line	1%
Developing performance report	3%	Managing mutual fund investment	1%
Processing new account	3%	Managing relationships	1%
Developing new business	2%	Managing retirement and benefits	1%
Loan participation	2%	Marketing database	1%
Managing insurance claims	2%	Opening client account	1%
Providing risk management services	2%	Placing satellite insurance policy	1%
Staffing	2%	Preparing credit evaluation book	1%
Trading securities	2%	Presenting plan to customer	1%
Underwriting corporate debt	2%	Pricing mutual fund	1%
Calculating partnership cash flow	1%	Processing trade	1%
Delivering business insurance bid	1%	Processing voluntary corporate actions	1%
Deposition and auditing	1%	Producing and delivering ID card	1%
Developing and implementing application	1%	Producing trust statements	1%
Developing compensation program	1%	Providing data to trading floor	1%
Developing compensation program	1%	Proxy voting for funds & institutional accounts	1%
Developing information system	1%	Purchasing a PC	1%
Distribution work	1%	Reconciling cash and assets	1%
Engaging in corporate valuation	1%	Remote banding	1%
Enrolling new customers	1%	Researching corporate earnings	1%
Finding structured annuity for client	1%	Responding to request for proposals	1%
Fulfilling request for literature	1%	Securitizing conducts ops	1%
Handling complaints	1%	Selling business manager program	1%
Identifying inefficient processes	1%	Selling municipal finance	1%
Implementing new cash management service	1%	Setting up web user account	1%
Installing an ATM	1%	Trading for a client	1%
Introducing long care issues into financial plan	1%	Troubleshooting LAN access problems	1%
Investigating claims	1%	<b>Total</b>	<b>100%</b>

Nous observons que dans cette liste de processus du secteur financier, une fréquence au moins de 32% concerne les opérations de fonds d'investissement mutuel dans lesquels les fonds d'ISR se situent. Or, les opérations concernant la gouvernance, le thème le plus discuté dans la littérature, ne compte que 1% dans les pratiques. Nous constatons également que les recherches de surperformance économique occupent la même place que les recherches de traitement de l'action volontaire de l'entreprise. Nous listons ces opérations dans le tableau 9 suivant :

**Tableau 9 : Les opérations financières sur les fonds d'ISR**

Opération	Fréquence	Lien avec les fonds d'ISR <sup>22</sup>
Vente de titres financiers	5%	
Gestion des portefeuilles	4%	
Calcul des frais et commissions	3%	
Reporting performance	3%	
Développement d'une niche	2%	ISR = « new business »
Echange de titres financiers	2%	
Mise en place de nouvelles applications	1%	ISR = « new business »
Distribution des tâches	1%	
Évaluation	1%	Financier et extra-financier
Attirer de nouveaux clients	1%	ISR = « new business »
Littérature	1%	Extra financier
Défis à long terme	1%	DD/RSE
Gestion de fonds communs	1%	
Relationnels	1%	ISR et réseau RSE
Communication au public	1%	Lié avec les processus « littérature » et « niche »
Détermination des prix de vente d'un fonds d'investissement	1%	Front office
Traitement de l'action volontaire des entreprises	1%	RSE
Vote institutionnel	1%	Gouvernance
Recherche de la performance des entreprises	1%	
<b>TOTAL</b>	<b>32%</b>	

<sup>22</sup> Les processus non mentionnées sont des activités régulières des OPCVM.

### **2.3.4. Particularités de la filière boursière et des fonds d'investissement**

L'objectif de cette sous-section est de démontrer que « la Bourse » est un environnement très compétitif. Une fois ce constat intégré nous pourrons mieux apprécier la nature compétitive des acteurs y opérant, présentés dans la prochaine subdivision.

Avant tout, il est nécessaire pour nous d'aborder la Bourse proprement dite, une institution privée de taille définie. Il s'agit simplement d'un lieu d'échange des titres financiers. Les Bourses n'ont acquis leur taille et importance actuelles que très récemment (Lemette, 2009) et ce pour trois raisons principales : le recours massif aux TIC, la démutualisation et la déréglementation.

Les bourses des différents pays ont été développées selon leurs propres contextes spécifiques. Cependant, nous pouvons établir trois propriétés communes :

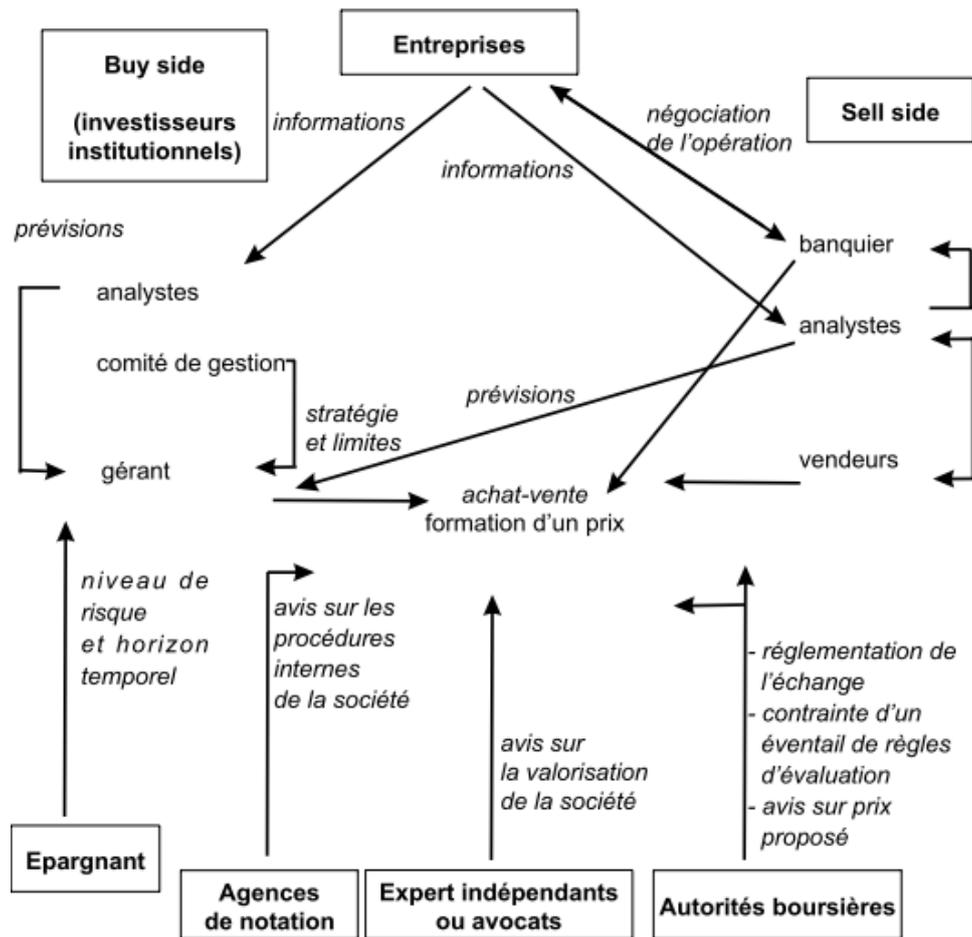
- La négociation des prix se fait par enchères
- Le lien entre vendeur et acheteur est rompu, et chaque opération nécessite des dispositifs de compensation, règlement et livraison.
- L'accès à la négociation est réservée aux membres agréés du marché.

Ce sont les acteurs opérant à l'intérieur des bourses et interagissant de façon plus complexe que le simple échange qui donnent aux bourses de différents pays leurs caractères très divergents. Les bourses elles-mêmes se limitent à trois opérations principales : compensation entre les deux parties, règlement et livraison et conservation des titres.

C'est pour cette raison que désormais nous utiliserons le terme « filière boursière » pour nous référer à l'ensemble de ces acteurs – dont les fonds d'investissement ne constituent qu'une petite partie.

Pour comprendre les relations complexes entre ces acteurs nous nous inspirons des travaux de Montagne (1999) qui sépare les acteurs du marché boursier en 6 catégories : buy side, sell side, épargnants, entreprises, autorités boursières et experts financiers indépendants (dont agences de notation). La figure 17 ci-dessous illustre les relations entre ces 6 types d'acteurs.

Figure 17 : Les acteurs du marché boursier et leurs relations selon Montagne (1999)



Notre recherche porte sur les fonds ISR, un type de fonds d'investissement, qui se positionne comme un acteur buy-side. Pour mieux comprendre la structure particulière des fonds, nous nous intéressons aux raisons qui ont motivé leur développement. Nous pourrions discerner cinq raisons principaux selon la recherche de Driscoll (2001) :

- La bonne performance boursière des trente glorieuses
- Le fait que les épargnants sont désormais obligés d'investir eux-mêmes leur retraite
- Les épargnants sont également beaucoup plus informés
- Les innovations au sein du secteur des fonds d'investissement, c'est-à-dire plus de choix pour les épargnants
- L'intégrité et la crédibilité des gérants et membres des CA des fonds.

Les obligations des membres du CA varient entre pays. En se basant sur des recherches antérieures (Baris et Warchall, 2004 ; Lee, 2005) nous en identifions 6 obligations (tableau 11).

**Tableau 10 : Six obligations du CA des fonds**

1	Proposer des nouveaux membres indépendants du CA
2	Choisir de renouveler la SGP ou en chercher et en trouver une nouvelle
3	Approuver les frais et commissions qui seront payés à la SGP
4	Approuver les comptes de résultats annuels et la communication financière qui sera envoyé aux actionnaires du fonds
5	Se positionner par rapport à l'exercice des droits de vote
6	Gérer les conflits d'intérêt

Or, comme l'explique Barnett (2006) en étudiant plusieurs scandales récents dans le secteur des fonds, les CA ne semblent pas être en mesure de bien gérer les conflits d'intérêt. En effet, il suffit de comparer les CA de l'entreprise d'autres secteurs avec ceux des fonds comme le font Radin et Stevenson (2006) pour se rendre compte que cette mauvaise gestion des conflits d'intérêt est principalement due à l'existence plus élevée des « insiders », c'est-à-dire des membres du CA peu ou pas du tout indépendants. Les membres du CA sont souvent affiliés, quelquefois même directement, à la SGP, ce qui a comme résultat de ne pas toujours mettre les intérêts du fonds en premier. Plusieurs recherches (ex. Barry et Starks, 1984 ; Kempf et Ruenzi, 2008 ; Makadoks, 1999) étudiant les frais des fonds en témoignent. Pour résumer, le CA des fonds semble mal gérer les obligations 1, 2, 3 et 6 dans le tableau ci-dessus.

Cependant, une étude récente (Ferris et Yang, 2007) trouve que les « insiders » au sein des CA des fonds, affectent certes négativement leur gouvernance, mais sans affecter leur performance. Des préoccupations de gouvernance plus « classiques » tel que leur rémunération et la taille du CA ont toujours un impact plus important sur la performance des fonds et le résultat final pour les investisseurs individuels.

Nous choisissons donc, après avoir montré que les avis concernant le fonctionnement des CA des fonds sont contradictoires, de considérer que le CA ne joue pas un rôle à la création d'un avantage compétitif des fonds ISR. Nous cherchons désormais cette source à l'intérieur des SGP.

### **2.3.5. La RBV confrontée aux particularités des services financiers**

Nous venons de présenter la RBV et de souligner pourquoi elle nous permettrait de mieux traiter à la fois l'objet de notre recherche et notre question de recherche, les leviers stratégiques à la disposition des fonds ISR. Il est intéressant pour nous de localiser des recherches antérieures ayant appliqué la RBV directement aux fonds ISR. Or, en raison d'un manque d'applications de la RBV à l'ISR, nous sommes à la recherche d'arguments intermédiaires pour relier le cadre théorique et l'objet de recherche. Nous nous appuyons sur des recherches antérieures ayant utilisé la RBV ou ses déclinaisons pour étudier le contexte des fonds ISR, c'est-à-dire le secteur financier, la RSE et/ou la gouvernance.

De plus, nous avons sélectionné l'approche des capacités dynamiques (présentée ci-dessus) parce qu'elle a une grande utilité par rapport aux particularités de l'environnement des fonds ISR. Cette approche s'intéresse à des environnements hyper-réactifs, comme celui du secteur financier, dans lequel les entreprises ont intérêt à essayer de créer une série des petits avantages compétitifs plutôt que d'établir un seul avantage à long terme (Musca, 2007). Nous devons donc toujours tenir compte de cette notion quand nous rechercherons des leviers stratégiques pour les fonds ISR, une des questions posées dans ce projet de recherche.

Notre objectif est donc double : mettre en valeur le niveau théorique de ce projet doctoral et identifier les facteurs à étudier pour construire les hypothèses dans le chapitre suivant.

#### **2.3.5.1. Recherches ayant appliqué la RBV au secteur financier**

Les chercheurs qui travaillent sur le secteur financier commencent à s'intéresser récemment à la RBV, par rapport aux autres secteurs industriels. Par exemple, l'article de Safizadeh et *al.* (2008) fait appel à la RBV pour interpréter la taille et la frontière des entreprises dans le secteur financier. Les auteurs la mêlent avec la Théorie des Coûts de Transaction pour interpréter les décisions d'externalisation-internalisation et justifient leur choix en expliquant que, dans le secteur financier trois types de relation (*high, mid and low contact*) sont utilisés pour interpréter les décisions de l'entreprise. Les auteurs soulignent que selon la CBV et la RBV, les capacités clés pour apporter des prestations de services personnalisés aux clients incluent la flexibilité, l'innovation et la vitesse de réaction sur le marché. Les fournisseurs de services s'efforcent d'introduire de nouveaux services et des systèmes pour être à la tête de la

compétition. Les demandes inattendues des clients sont aussi des sources importantes de l'innovation.

Safizadeh et *al.* (2008) proposent une opinion fondée sur la connaissance de l'entreprise afin d'adapter une solution spécifique à la situation particulière d'un client, dans leur effort de déterminer la frontière de l'entreprise dans le secteur des services financiers. Selon Safizadeh et *al.* (2008), adapter une solution spécifique à la situation particulière d'un client nécessite la contribution cérébrale des employés et leurs apports intellectuels. Ces apports sont mis en valeur par le capital social dont la structure est définie par les interactions entre les employés (Nahapiet et Ghoshal, 1998). Reprenons le cas de trois niveaux de services, les interactions entre les employés de front et back-office contribuent à l'apprentissage organisationnel et aident à améliorer la conception, la qualité et la prestation des services, tandis que les employés front-office se sentent plus confiants dans les promesses aux clients quand ils ont une relation de travail étroite avec les employés de back-office. Les avantages de l'apprentissage organisationnel peuvent l'emporter sur les économies de coûts et de flexibilité provenant de sous-traitance, lorsque les opérations de back-office resteront en interne. Les projets à forte intensité de connaissances sont plus susceptibles d'être conservés à l'interne, tandis que les projets à forte intensité de données sont souvent externalisés. En ce qui concerne les capacités et les ressources de l'entreprise, les auteurs proposent que les principales capacités de prestation de services personnalisés incluent la flexibilité, l'innovation et la vitesse sur le marché, c'est-à-dire une partie de capacités clés du secteur des services financiers.

Dans leur étude sur la complexité des compétences du secteur des fonds d'investissement, Jonsson et Regner (2009) se focalisent sur le refus à imiter et à ses implications stratégiques qui ont été peu étudiées en management stratégique. Un intérêt particulier pour la RBV est le cas où le refus d'imiter est enraciné dans le respect des ensembles institutionnalisés des pratiques, des normes et des logiques. Selon les auteurs, tant que l'ajustement aux normes existantes n'est pas au-delà de la zone d'acceptation des critiques publiques, la contestation des normes peut entraîner une perte de légitimité limitée avec un public, par exemple, les autres fonds mutuels des entreprises, mais pas avec un autre par exemple. Cela est applicable à l'institutionnalisation des fonds d'ISR dans le cas de notre projet.

Du point de vue de management stratégique, une ressource ou une compétence qui ne correspondent pas à la norme dominante, mais pas impossible à imiter, peut être considérée

comme un obstacle temporaire à l'imitation (Bresser et Millonig, 2003). Cet obstacle dérive d'une réticence d'un concurrent à imiter plutôt que des difficultés d'identification ou incapacités à imiter. Les auteurs effectuent une description détaillée des processus utilisés par les fonds pour imiter l'un et l'autre : identification, volonté, capacité. Ils constatent que les recherches antérieures suggèrent qu'il est difficile d'introduire des pratiques qui vont à l'encontre normative des acteurs influents de l'entreprise, tels que l'impact des top managers, des poids des actionnaires comme un frein à l'imitation, des réseaux de professionnels. Autrement dit, dans le secteur des fonds mutuels, le système de croyance interne concernant ce qui constitue un produit approprié est étroitement lié à l'avis des professionnels de la finance. Il n'est pas une revendication nouvelle que les groupes professionnels influencent la prise de décision stratégique des entreprises ou que l'influence relative d'un groupe professionnel spécifique diffère selon les entreprises.

Nous constatons trois informations intéressantes relatives à l'absence d'imitation dans l'étude de Jonsson et Regner (2009). D'abord, puisqu'il est difficile d'attirer des nouveaux clients, il existe un taux élevé de l'imitation de tous les nouveaux produits. Le résultat est que les OPCVM proposent davantage de « produits », c'est-à-dire des fonds aux consommateurs. Donc, les auteurs présentent également les facteurs externes qui influencent ces processus par attirer des nouveaux clients. Comme il est difficile, il faut cultiver des relations avec les clients existants et les familles de fonds proposent éternellement des nouveaux fonds où l'imitation devient importante.

Ensuite, leurs résultats suggèrent un phénomène social complexe lié aux compétences qui peuvent prévoir inimitabilité et, en fin de compte, peut être avantage concurrentiel durable (Barney, 1991). Même si les entreprises identifient « correctement » ce qui est à imiter et si elles ont la capacité d'imiter, il s'agit d'une imitation retardée en raison de problèmes internes liés à des normes institutionnalisées. Dans certaines circonstances, les entreprises peuvent exploiter les normes comme une opportunité stratégique et une base de différenciation.

Enfin, les résultats montrent que parmi les produits techniquement identiques avec les conséquences comparables économiques d'adoption, les catégories de produits que les professionnels financiers considèrent moins professionnellement approprié sont imitées avec beaucoup plus de temps décalages. Il s'agit des fonds mutuels avec de faibles barrières à l'imitation et la concurrence intense. La propriété des entreprises influe aussi sur la propension au niveau des entreprises à imiter les changements stratégiques d'normes. Au

niveau de l'entreprise, une forte présence des analystes financiers est tardée de façon significative à l'imitation de l'entreprise par rapport à l'index et aux fonds ISR.

Lorsque les grandes entreprises voulaient se déplacer dans une entreprise motivés à introduire des fonds ISR en les autres fonds mis en place l'indice, quelles sont les préoccupations stratégiques des acteurs de petite taille, sans l'influence de tenir une position sur le marché. Pas toutes les entreprises ne sont intrinsèquement équipées pour faire face compétents de base et contrarier la politique interne qui a abouti à une augmentation des coûts sociaux.

Ces informations sont très utiles pour notre recherche puisqu'ils insinuent que le développement des ressources au sein des fonds d'ISR dépend d'un processus, d'une « compétence dynamique » que les fonds ont développée pour imiter des nouveaux produits. Le choix de fonds d'ISR signifie un transfère d'une partie de la responsabilité de sélectionner les actifs à un fond d'ISR.

D'un côté, il est intéressant et indispensable de signaler que c'est dans cette étude de Jonsson et Regner (2009) que nous réussissons à trouver les fonds d'ISR figurés parmi son échantillon, à cote des fonds « classiques ». Les auteurs identifient les problèmes stratégiques dont rencontrent les familles de fonds pour adopter des fonds ISR :

- Risque fournisseur, déjà mentionné par Safizadeh et *al.* (2008)
- Risque de perte de compétences (« de-skilling »)

D'un autre côté, nous constatons également une contradiction de cette étude avec les interprétations théoriques dans la plupart de recherches. Ce constat nous amène à avertir que les avis sont encore partagés sur la question de la performance des fonds d'ISR<sup>23</sup>.

Cependant, comme nous avons déjà établi la gestion des connaissances est très utile pour interpréter l'opérationnalisation des ressources. Alors l'article de Palla-Saltiel et Labiki (2009) qui traite de la gestion de connaissances dans les établissements bancaires nous sera très utile aussi. Le secteur bancaire est avoisinant de celui des fonds d'investissement, les deux apprentissages au secteur des services financiers.

---

<sup>23</sup> Etant donné que cette interprétation est contraire à nos raisonnements théoriques, nous reviendrons sur ce point dans la partie discussion de cette thèse.

Les théories du gouvernement d'entreprise soulignent également l'influence de la culture sur les relations entre actionnaires et dirigeant. Pour le moment le courant d'études des modèles de gouvernance divergents du modèle anglo-saxon influence la littérature qui s'est concentrée sur l'étude de l'influence des cultures nationales. Cela ne veut pas dire que la recherche exclut l'influence des autres formes de culture dans les liens de gouvernance. Au contraire, une culture professionnelle des grands patrons est souvent invoquée (Gomez, 2001). La culture bancaire est également souvent mentionnée pour les opérations financières des firmes multinationales (Freidheim, 2000). Enfin la confiance apparaît déjà comme un mécanisme d'accompagnement des autres mécanismes de confiance (Charreaux, 1998). Ainsi, dire que la culture des investisseurs institutionnels peut influencer sur les liens de gouvernance ne serait pas révolutionnaire.

L'article de Horlick-Jous et Sime (2004) n'étudie pas un secteur d'activité proche avec notre objet de recherche, mais au contraire étudie les liens entre connaissances et risque(s). Etant donné que le risque et ses estimations constituent la ressource et le contenu principal des ressources qui circulent dans le secteur financier, nous devons peut-être faire appel à cet article dans le chapitre suivant quant nous allons tenter d'identifier des ressources et stratégies des fonds d'investissement « classique », proches des métiers de banque « traditionnelles ».

Ayant une structure organisationnelle type « cabinet », certaines caractéristiques des fonds, agissent comme accélérateurs et favorisent l'apprentissage organisationnel interne (Nicolas, 2004) :

- La frontière entre les fonds et leurs parties prenantes est floue et la SGP peut y puiser des opportunités d'apprentissage si elle est suffisamment aux aguets.
- Les unités de coopération vont se construire autour de la résolution d'un problème.
- Les acteurs des fonds partagent entre eux la même vision stratégique.
- Le climat de confiance mutuelle permettra aux acteurs d'encourager et de faciliter le partage des idées émergentes, qu'elles soient immédiatement exploitables ou non.
- Les communications plutôt informelles « intra-unité », rapides et interactives, favorisent le développement de compétences tacites.

Au total, l'influence indirecte des actionnaires reste assez limitée et dépend encore beaucoup de la couverture médiatique. Pour autant, les trois leviers d'action directe (utilisation d'une évaluation non financière en addition des critères financiers, recherche d'un dialogue en

amont de l'AG avec les dirigeants, utilisation des droits de vote et d'intervention en AG) ne sont pas sans influence. L'intégration de critères non financiers dans les décisions d'investissements des actionnaires a une « vocation pédagogique » (Perez, 2002) : elle crédibilise auprès des milieux financiers la RSE. On passerait ainsi de l'utopie à une mise en œuvre raisonnable. Elle renforce, en outre, la confiance dans une approche « gagnant-gagnant » et elle réhabilite l'image de l'actionnaire qui ne raisonne plus pour un profit maximum à court terme mais qui intègre d'autres valeurs, sans être pour autant schizophrène (Capron et Quairel-Lanoizelee, 2004).

Drazin et Rao (2002) utilisent la KBV comme cadre d'analyse pour étudier l'affectation des asset managers à 1 532 fonds. Ils étudient 1 532 fonds pendant une période de 9 ans. Leurs résultats démontrent que, lorsqu'une famille de fonds est créée au sein d'une famille, le choix d'asset manager dépend de deux facteurs conflictuels : compétences du gérant et complexité du produit.

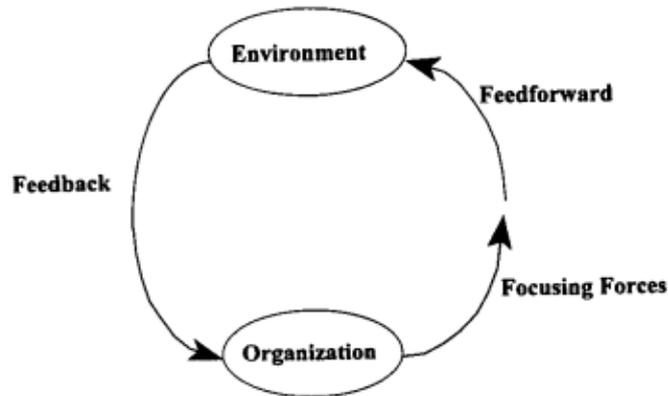
Makadok (1999) étudie les économies d'échelle au sein des « familles » des fonds américains, pendant une période d'octobre 1987 à décembre 1994 en utilisant la RBV comme cadre théorique. Ses résultats confirment l'existence des économies d'échelle au sein des fonds gérés par la même SGP, même s'il observe que leurs effets ne sont pas uniformes. L'auteur procède à la démonstration que les économies d'échelle sont des ressources stratégiques pour l'entreprise, et peuvent donc se transformer en avantage compétitif.

Pour conclure l'auteur se pose la question « *quel type de ressource ou compétence génère les différences observées en économie d'échelle entre les firmes ?* ». Nous rappelons ici que l'article date de 1999 ; aujourd'hui, après une décennie d'évolutions en RBV comme on l'a vu dans la section 2.1, l'auteur aurait probablement répondu les « capacités dynamiques ».

L'article de Levinthal et Myatt (1994) est un des rares articles en finance ayant comme cadre théorique la RBV. Il est également, à notre connaissance, le premier à relier RBV, apprentissage organisationnel et fonds d'investissement. Nous estimons que, au plan théorique il est le plus proche avec l'approche utilisée dans cette recherche doctorale et nous espérons que le statut élevé du journal où il s'est fait publié témoigne de la légitimité de notre méthode.

D'ailleurs les auteurs nous rappellent les deux limites de la RBV : interprétation ex-post des ressources et tendance à ignorer l'impact du secteur sur l'entreprise. Leur figure 18 ci-dessous nous rappelle la coévolution entre entreprise et secteur.

**Figure 18 : Coévolution entre entreprise et secteur selon Levinthal et Myatt (1994)**



Notre recherche doctorale tient à cœur ces recommandations : elle tente d'identifier les ressources stratégiques ex-ante ; et elle tente de prendre en considération le secteur auquel appartient l'entreprise, de la même façon que les auteurs, c'est-à-dire en cherchant à déboucher sur des possibles boucles d'apprentissage.

### **2.3.5.2. Recherches ayant appliqué la RBV à la RSE et/ou la gouvernance**

Nous complétons notre aperçu des articles ayant appliqué la RBV au contexte particulier de notre objet de recherche, la RSE et la gouvernance. Smith (2007) constate, à partir de la littérature, que la RSE demande une combinaison des activités, tellement prégnante qu'il faut mener de recherches approfondies sur les forces qui influenceront l'industrie dans le futur.

Nous divisons les recherches antérieures sur la RSE en deux groupes : le premier étudie la RSE au sens large, tandis que le deuxième focalise sur la dimension écologique de la RSE parce que nous avons constaté que, jusqu'à maintenant, la RBV s'intéresse beaucoup plus au deuxième groupe.

Dans ce premier groupe de recherche, certains articles (ex. Branco et Rodrigues, 2006 ; Smith, 2007) utilisent simplement la RBV pour continuer à étudier la relation RSE-performance que nous avons décrite dans le chapitre 1. Certains autres se limitent plus à la discussion théorique

des mêmes concepts et appliquent la RBV à un secteur particulier où la RSE s'est manifesté. Par exemple, Husted et Allen (2007) traitent des grandes entreprises en Espagne, identifient 5 dimensions de leviers stratégiques et concluent qu'elles peuvent aboutir à la création d'un avantage compétitif par les firmes (tableau 12).

**Tableau 11 : Comparaison entre RSE traditionnelle, RSE stratégique et Stratégie traditionnelle**

Strategic Dimensions	Different Approaches to CSR and Strategy		
	Traditional CSR	Traditional Strategy	Strategic CSR
Visibility	Irrelevant: Doing good is its own reward – and is profitable in the long run.	Build customer awareness of product and brand.	Building customer and stakeholder awareness of product with CSR value added.
Appropriability	Irrelevant: Doing good is its own reward – and profitable in the long run.	Manage supplier, customer, and competitor relations to capture value added for firm.	Manage stakeholder relations to capture value added for the firm.
Voluntarism	Participate in social action beyond that demanded by the firm's interests and the law.	Firm innovation based on ability to learn: non – deterministic behavior.	Participate in social action beyond that demanded by law.
Centrality	Irrelevant: Doing good is tied to social need and not to core business mission.	Create value via product/ service innovation.	Create value via product/ service innovation linked to social issues.
Proactivity	Anticipate changes in social issues.	First-mover advantage.	Anticipate changes in social issues that present market opportunities.

Jontsenvirta et Unsitalo (2010) nous présentent un type de ressources dont on n'a pas encore parlé parce qu'il reste peu étudié dans la littérature RBV : les ressources culturelles et leur influence sur les relations des entreprises avec un type particulier de stakeholder, les ONG. Cette catégorie de ressources n'entre pas dans la « définition » des ressources traditionnelles ou compétences que nous avons suivies jusqu'à présent.

Nous suivrons leur proposition, c'est pour cette raison que le reste de cette section focalisera sur le concept des compétences tandis que la section suivante sera entièrement dédiée à la KBV. De plus, la nature de notre objet de recherche soutient indirectement cette approche, comme on l'expliquera par la suite. La KBV, notamment le point de vue du management des connaissances, tente également d'étudier la RSE.

Les théories d'apprentissage organisationnel peuvent être aussi appliquées aux liens de gouvernance constituant des relations interentreprises. Ainsi, d'après les théories précisées

dans la section précédente, l'interaction entre un investisseur institutionnel et une entreprise constituent un échange social. Les relations de gouvernance donnent forcément lieu à un apprentissage organisationnel, conscient ou non.

Selon les théories de gestion de connaissances, la culture d'une entreprise peut aider ou empêcher le transfert de connaissances (Stangohr, 2001). Cette influence dépend des éléments tels que la confiance entre les parties, le langage partagé, le lieu et le temps de rencontre, la volonté de partager, la volonté d'utiliser de la connaissance extérieure à l'organisation et la volonté de juger des connaissances objectivement (Davenport et Prusak, 1998). Evidemment la direction de l'influence, positive ou négative, n'est pas uniforme et dépend du champ de recherche étudié.

Lorsque nous transposons ces notions à notre objet de recherche, la culture particulière des fonds d'ISR (que nous avons décrit dans le premier chapitre) influence leurs relations avec les entreprises qui font partie de leur portefeuille. Les attributs de ces fonds étant une ouverture et une volonté de partager les informations, il s'agit probablement d'une influence positive facilitant le transfert des connaissances.

La contribution de Déniz-Déniz et Zárraga-Oberty (2004) analyse l'environnement des parties prenantes d'une entreprise en termes de gestion des compétences. Afin de répondre aux demandes sociales, les entreprises doivent gérer leurs parties prenantes, sans négliger les objectifs financiers traditionnels. Deux importants changements structurels sont nécessaires dans les organisations : la présence d'un gérant ou un comité responsable social, l'engagement de chaque niveau de l'organisation dans le processus d'analyse de l'environnement des parties prenantes. Les auteurs identifient quatre étapes qu'une entreprise doit accomplir pour pouvoir gérer ses ressources face à un environnement dynamique :

- Identifier des changements : la première phase se focalise sur l'identification des indications de changements potentiels. L'objectif de cette phase est d'alerter sur la gestion d'événements, les questions sociales ou les tendances potentiellement importantes. Dans cette phase, l'entreprise exerce une activité d'absorption des connaissances.
- Evaluer les connaissances acquises dans la première phase : étroitement liée à la première, la deuxième phase s'efforce de suivre les observations antérieures afin de les confirmer ou de rejeter.

- Prévoir l'impact des changements dans le futur : la troisième phase, liée à la prévision de l'évolution dans l'environnement, est la phase orientée vers l'avenir. Elle consiste à faire des prévisions réalistes recevables à propos de la direction, des enchaînements, de la vitesse et de l'intensité de ces changements. Cette phase implique la nécessité de faire les prévisions sur les composantes financières, technologiques, sociales et politiques de l'environnement qui servira de base à la formulation des objectifs stratégiques.
- Evaluer les changements dans l'environnement en raison de leurs implications organisationnelles : la clé de cette quatrième phase est liée au développement de la capacité à examiner toutes les connaissances et informations générées sur ces changements et de déterminer celles qui sont pertinentes pour la gestion des affaires.

Il est important de tenir compte du fait que le maintien des connaissances a un coût. Les entreprises devront évaluer en permanence les connaissances qu'elles souhaitent maintenir afin de déterminer si ces connaissances doivent être jetées, générées, ou récupérées sur mesure lorsque les nouveaux changements se manifestent dans l'environnement. La pertinence des connaissances et informations recueillies sur les parties prenantes de l'entreprise peut être la probabilité d'un événement, d'une tendance ou d'une prédiction qui peut avoir un impact sur l'organisation.

Pour que le processus de gestion des parties prenantes soit réussi, il est essentiel que les gestionnaires aient une lecture correcte des intérêts et des bases de pouvoir des parties prenantes. Les actions ci-dessus permettent à l'entreprise d'identifier non seulement les parties prenantes et les effets que ses activités ont sur elles, mais aussi les intérêts et les stratégies de l'entreprise. De cette façon, le résultat de ces quatre phases de l'analyse des parties prenantes sera illustré suffisamment de façon fiable et compréhensible. Les auteurs appliquent ce cadre d'analyse sur l'environnement des stakeholders en prenant les considérations suivantes.

Premièrement, puisque tous les membres d'un groupe spécifique partagent les mêmes valeurs ou les mêmes objectifs en ce qui concerne l'entreprise (Scholes et Clutterbuck 1998), il est donc essentiel de séparer chaque catégorie d'acteurs, en particulier les membres individuels ou organisationnels.

Deuxièmement, les exigences des parties prenantes sont plus compliquées que celles suggérées par une simple analyse des avantages et des inconvénients. Les parties prenantes peuvent aussi être en faveur de certains aspects des activités des entreprises, contre les autres et ignorer le reste. Par conséquent, lorsque les gestionnaires tentent d'analyser les demandes de leurs parties prenantes, ils doivent suivre un critère plus réaliste et plus productif. Ils doivent savoir si ces groupes de parties prenantes ont des intérêts simples, se référant à un seul aspect des activités de l'entreprise, ou plusieurs ayant des intérêts différents dans l'exploitation ; s'ils ont des intérêts économiques, liés à la distribution de ressources matérielles ou financières, ou des intérêts sociaux dont les valeurs ne peuvent pas être exprimés en termes financiers. Le langage des intérêts économiques et sociaux sont très différents. Le premier est facilement transmissible en formats de connaissances explicites, tandis que le deuxième est généralement transféré sous une forme tacite qui rend difficile pour les gestionnaires de comprendre et de résoudre.

Troisièmement, les entreprises doivent analyser en permanence la composition et l'étendue de l'influence des parties prenantes. Au fil du temps, certaines parties prenantes, les individus, les groupes et les organisations, changeront, disparaîtront ou d'autres les rejoindront. En outre, la solidité des relations entre les différents groupes et entreprises, ou entre les groupes eux-mêmes, peut également changer. Cela nécessite une « carte » de l'environnement des parties prenantes et une série chronologique des cartes qui peuvent être analysées comme des tendances.

Nous constatons, lors de la revue de littérature, qu'une attention particulière des recherches antérieures porte sur la notion d'apprentissage inter-organisationnel pour étudier la gouvernance des entreprises. Cette notion est doublement utile pour étudier les fonds d'investissement, pour leur structure opaque (section 2.2) mais aussi pour leurs liens avec les entreprises (section 2.1).

Mohr et Sengupta (2002) nous rappellent que l'apprentissage inter-organisationnel est un domaine dont KBV et RBV offrent des visions conflictuelles : il s'agit d'une source d'opportunités pour le KBV tandis qu'il s'agit d'une perte des ressources stratégiques pour le RBV. Ils réintroduisent alors la notion de gouvernance d'entreprise selon le KBV : son rôle est de gérer et contrôler cet apprentissage inter-organisationnel. Les auteurs identifient trois conditions qui détermineront le type de gouvernance de l'entreprise : intention des partenaires, type de connaissance que les partenaires cherchent, et durée escomptée de la relation des

partenaires. Par la suite ils illustrent comment chacune de ces trois conditions impacte sur la gouvernance de l'entreprise (tableau 12).

**Tableau 12: Matching governance mechanisms to ex ante conditions**

Partner's intent	Type of knowledge	Duration	Governance mechanisms (from focal firm's perspective)
Access	Focal firm seeks explicit (access)	Short	Cell 1. Traditional arm's-length relationship with low levels of information exchange, operational linkages, cooperative norms, specific investments; greater reliance on contractual terms; "give and take"
		Long	Cell 2. Close ongoing relationship with a moderate level of regular information exchange, operational linkages, specific investments and contractual terms; greater reliance on cooperative norms; "cooperative sharing"
	Focal firm seeks tacit (internalization)	Short	Cell 3. Rich information exchange; less reliance on operational linkages, cooperative norms, specific investments; may have contractual terms; "asymmetrical learning intents"
		Long	Cell 4. Rich information exchange, close operational linkages, development of interpersonal relationships, specific investments; contractual protections for partner; "risks to partner from naïveté"
Internalize	Focal firm seeks explicit (access)	Short	Cell 5. Controlled information exchange, loosely coupled operations, low cooperative norms, specific investments; contractual protections for focal firm; "keep away"
		Long	Cell 6. Controlled information exchange, low operational linkages, specific investments; high cooperative norms, contractual protections for focal firm; "cooperate with caution"
	Focal firm seeks tacit (internalization)	Short	Cell 7. Guarded information exchange, low cooperative norms; high operational linkages, specific investments, contractual protections; "share as needed"
		Long	Cell 8. Guarded information exchange; high operational linkages, high cooperative norms, joint credible commitments, contractual protections; "guard crown jewels"

Source: Mohr et Sengupta, 2002, page 293

Si nous transposons cet article à notre objet de recherche, l'intention des fonds, traditionnels et ISR, n'est pas d'internaliser les compétences des entreprises, mais plutôt de s'assurer qu'elles sont mobilisées correctement pour que leur portefeuille soit le plus performant possible. Le même est valable pour les entreprises : elles ne cherchent pas à répliquer les compétences des fonds, elles ont juste besoin de leur financement. Quant à la durée de la relation, l'objectif des fonds, traditionnels et ISR, est de construire un portefeuille à rotation

faible pour éviter les frais, ils se focalisent donc à une relation à moyen-long terme. Le même est valable pour les entreprises : elles préfèrent que leurs investisseurs soient engagés à long terme qui se traduit par une stabilité de leur cour de bourse. Par contre, au niveau type de connaissance recherchée, les fonds ISR divergent des fonds traditionnels : les fonds traditionnels se contentent d'informations tacites concernant la RSE des entreprises tandis que les fonds ISR sont à la recherche des informations explicites pour pouvoir répondre à des critères ESG bien définis. D'après les auteurs il y aura donc un impact et les mécanismes de gouvernances construits entre entreprises et fonds ISR seront différents des relations de gouvernance entre entreprises et fonds traditionnels : les premiers seront plutôt « *cooperative sharing* » tandis que les deuxièmes seront « *risks to partner from naïveté* ».

Le concept des « liens faibles » et de l'« *embeddedness* » de l'entreprise mieux préconisé par Granovetter (1983) est repris par l'apprentissage organisationnel (Amin et Cohendet, 2000) pour l'appliquer aux connaissances de la firme. Amin et Cohendet (2000) séparent les fonctions de l'entreprise en tant que gestionnaires d'informations avec ses fonctions de gestionnaire de connaissances. Ils soulignent l'importance d'une autre notion : les communautés de pratiques.

Au point de vue globale, grâce à l'étude d'Uzzi et Gillespie (2002) qui appliquent aussi l'*embeddedness* dans le secteur financier, nous constatons que leurs résultats confirment nos présupposés théoriques dans cette recherche :

- Les particularités du secteur financier mentionnées dans la section 2.3,
- L'utilité de l'approche théorique et méthodologique pour étudier les relations entre les acteurs plutôt que la structure des acteurs,
- L'existence des processus d'apprentissage inter-organisationnel,
- Sa relation positive avec les avantages concurrentiels des firmes dans ce secteur
- Le lien avec la gouvernance des entreprises.

De plus, ces résultats de la recherche, notamment celui d'Amin et Cohendet (2000), nous confirment l'idée que les diverses approches théoriques sont complémentaires et non pas concurrentielles et que combinées ensemble, elles permettent une meilleure compréhension de l'objet étudié. Nous aspirons à une telle compréhension globale de notre objet de recherche, et c'est pour cette raison que nous considérons que cet article incarne l'esprit que nous souhaitons suivre dans nos travaux.

Pour résumer cette section, nous avons présenté les recherches RBV particulièrement intéressantes pour notre recherche actuelle, étant donné le caractère particulier des entreprises du secteur des services financiers. Nous avons accompagné la brève présentation théorique de ces approches avec des exemples de recherches représentatives ayant appliqué ces notions pour étudier des contextes proches de l'ISR.

## **Synthèse du chapitre 2**

Pour conclure ce chapitre, premièrement, la théorie de la Resource Based View permet à l'entreprise d'identifier ses ressources et de réaliser un diagnostic. Les approches par les compétences (CBV) et par les connaissances (KBV) favorisent l'exploitation des ressources spécifiques. Enfin, l'approche par les Capacités Dynamiques favorise l'exploration de nouvelles ressources et compétences pour que l'entreprise puisse garder son avantage concurrentiel à long terme. Ces capacités sont en quelque sorte le levier permettant d'assembler et de valoriser les ressources, afin de générer une performance supérieure à celle des concurrents et de bénéficier d'un avantage concurrentiel.

Deuxièmement, nous pouvons donc voir que dans le contexte particulier du secteur de fonds d'ISR, l'importance relative des compétences humaines nous oblige à utiliser des approches plus spécifiques dans le paradigme de la RBV, telles que les approches se focalisant sur les compétences, les connaissances et les capacités dynamiques. Cette étape où l'on prend en considération et où l'on creuse les particularités du contexte industriel des fonds ISR, nous sert également à identifier les leviers stratégiques qui se traduisent, dans certains sens de la RBV, en (re)organisation du portefeuille de ressources de l'entreprise.

Grâce à cette conceptualisation du cadre théorique nous pourrions formuler un jeu d'hypothèses à tester empiriquement dans le prochain chapitre.



## Chapitre 3 : Jeu d'hypothèses

Dans ce chapitre, avant de passer à la partie empirique de cette thèse, nous construisons un jeu d'hypothèses qui nous guidera pour d'abord identifier les ressources des fonds ISR et pour ensuite déduire les leviers stratégiques que les fonds ISR disposent pour les mobiliser à leur avantage. Pour cela, nous entreprenons l'application de ce cadre théorique adapté à l'ISR afin de formuler nos hypothèses de recherche. La construction de ce jeu d'hypothèses se fera en interprétant les éléments étudiés à travers le prisme de la RBV, en étant provoqué par deux types de ressources complémentaires dont les fonds ISR disposent : des compétences liés à l'aspect SR des fonds et des ressources attribués à chaque nouveau fonds par les familles dont ils appartiennent. Ainsi nous traduisons les fonds ISR en termes de RBV : nous étudierons les fonds à travers la grille RBV, puis les familles de fonds. Nous faisons les hypothèses que les fonds ISR disposent des ressources, compétences connaissances et processus supplémentaires qui expliquent leur surperformance. L'hypothèse traduit par définition cet esprit de découverte qui caractérise tout travail scientifique. Fondée sur une réflexion théorique de la RBV et de la KBV et sur une connaissance préparatoire du phénomène étudié – ISR, « *elle se présente comme une présomption non gratuite portant sur le comportement des objets réels étudiés* » (Quivy et Van Campenhoudt, 1995 : 118).

Comme nous l'avons déjà expliqué, « performance » et « avantage compétitif » sont des notions liées (pour ne pas dire interchangeables) et donc cette revue de littérature sera directement utile pour notre application de la RBV. Il est donc nécessaire d'étudier de plus près les contextes de notre objet de recherche - d'une part l'information extra-financière, source d'inspiration mais aussi terrain d'opération des fonds ISR, et d'autre part les investisseurs institutionnels, dont les fonds ISR font partie - avant de construire notre jeu d'hypothèses.

Nous concluons ce chapitre par une courte section dédiée à présenter la synthèse de ces hypothèses. Il s'agit d'une étape nécessaire pour pouvoir rendre notre jeu d'hypothèses opérationnel pour notre partie empiriques.



## Section 3.1 : Identification des ressources stratégiques

Après avoir souligné les particularités du secteur d'investissement ainsi que les recherches ayant essayé de le déchiffrer, nous allons choisir dans cette sous-section les ressources que nous considérons stratégiques.

La première chose qu'il faut souligner est que l'argument principal utilisé pour expliquer la surperformance des fonds ISR, c'est-à-dire que les entreprises RSE surperforment les entreprises « sans scrupules », ne tient pas la route dans le cadre d'une approche RBV. Investir dans une entreprise pratiquant la RSE est quelque chose que tout fonds peut faire, qu'il soit ISR ou non. Le critère « R » pour rareté du VRIO n'est pas respecté. Nous sommes donc obligés de chercher ailleurs pour identifier la source d'avantage compétitif des fonds ISR.

Pourquoi certaines ressources sont plus étudiées que les autres ? La raison principale est méthodologique (Newbert, 2007) : certaines ressources sont relativement faciles à identifier et à mesurer par rapport aux autres, telles que les capacités et les compétences. Par exemple, le capital humain est le plus étudié parce que les façons de les mesurer sont plus faciles à quantifier et la plupart peuvent être obtenues à partir des sources secondaires. Au contraire, la mesure sur les capacités et les compétences nécessite souvent un volume lourd de collecte des données techniques primaires. De plus, cette mesure introduit souvent un biais potentiel important dans la collecte des données<sup>24</sup>. Les résultats des études qui utilisent l'approche d'organisation sont significativement différents de celles qui utilisent l'approche de capacité dynamique.

C'est pour cette raison que l'étude bibliométrique de Newbert (2007) a pour objectif de répertorier toutes les ressources, compétences et capacités dynamiques identifiées dans les contributions précédentes. Ce répertoire est regroupé en fonction de 4 approches différentes : approche hétérogénéité des ressources, approche organisationnelle, approche conceptuelle et approche de capacités dynamiques. Basé sur un total de 55 articles de recherches empiriques, il étudie la fréquence dont les articles analysent un type de ressources. Il trouve que les

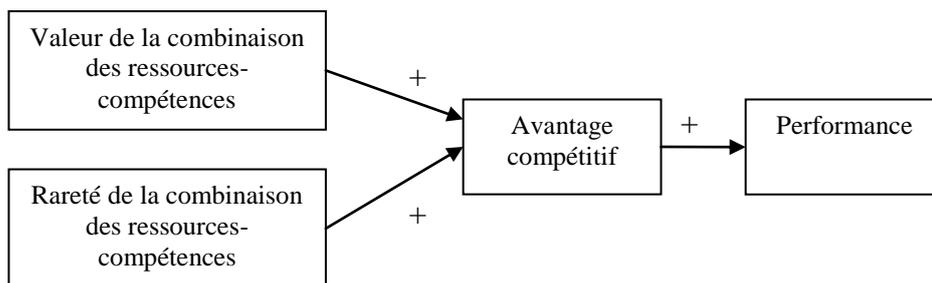
---

<sup>24</sup> Ce constat montre que les travaux empiriques dans ce domaine restent encore à leurs débuts et qu'ils sont encore en évolution. Autrement dit qu'il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives.

ressources les plus étudiés sont : TIC (19%), capital humain (17%), innovation (16%), connaissance (14%), expérience (9%), capital social (9%), ressource humaine (9%), et réputation (7%)<sup>25</sup>. Ces sept « thèmes » reflètent donc une intention importante et significative parmi tous les types de ressources étudiées.

A partir de cette première synthèse de la littérature, Newbert (2008) adapte et applique ensuite le cadre théorique de la RBV dans une étude empirique. D'un côté, il met théoriquement une évidence relationnelle entre les critères VRIO des ressources stratégiques, l'avantage compétitif et la performance de l'entreprise (cf. figure 19 ci-dessous). La valeur et la rareté de la combinaison des ressources-compétences que l'entreprise exploite sont positivement liées à l'avantage compétitif de l'entreprise. Puisque l'avantage compétitif a un lien positif avec la performance de l'entreprise, il est médiateur entre la performance et la valeur et la rareté de la combinaison des ressources-compétences que l'entreprise exploite.

**Figure 19 : Cadre théorique de Newbert (2008)**



D'un autre côté, à partir de la typologie de Barney (1997), l'auteur complète une liste de ressources/compétences à exploiter lors de son enquête sur le terrain afin de tester ses hypothèses théoriques. Cinq catégories de ressources tangibles ou intangibles sont classées par ordre d'importance :

- Ressources financières : capital, trésorerie, capitaux investis, rentabilité ;
- Ressources humaines : formation, expérience, jugement, intelligence, relations interpersonnelles ;
- Ressources intellectuelles : brevets, droits d'auteur, secrets commerciaux ;

<sup>25</sup> Certains articles emploient une approche multidisciplinaire et/ou étudient multiples ressources ; le total de ces pourcentages peut être donc supérieur à 100%.

- Ressources organisationnelles : relations avec les autres entreprises, culture d'entreprise ;
- Ressources physiques : technologie physique, usine et équipement, emplacement géographique, matières premières.

De plus, les compétences sont également mentionnées comme étant des processus intangibles tels que les capacités, le savoir-faire, les expériences, le design, le management, etc. C'est avec ces compétences qu'une entreprise exploite des ressources dans l'exécution de ses opérations quotidiennes.

Grâce à ces deux répertoires de Newbert considérés comme étant le point de départ concernant le choix des types de ressources à étudier, nous pouvons croiser les réflexions avec les caractères des fonds ISR développés dans le chapitre précédent et le contexte spécifique (secteur financier, RSE et gouvernance) où les fonds ISR se développent.

Selon la CBV, les compétences sont la capacité d'une entreprise de déployer des ressources. Cette capacité est basée sur le développement, la réalisation et l'échange d'informations grâce au capital humain de l'entreprise. Itami (1987) se réfère aux capacités basées sur l'information comme des « actifs invisibles ». Il note que certains des actifs invisibles de l'entreprise ne sont pas exploités directement par ses employés, mais dépendent plutôt de la perception de la clientèle de l'entreprise, comme par exemple les noms de marque peuvent le faire. Les capacités sont souvent développées dans des domaines fonctionnels, par exemple gestion de la marque dans le marketing, ou en combinant les ressources physiques, humaines et technologiques au niveau de l'entreprise. En conséquence, les entreprises peuvent construire un tel « réseau d'entreprise » comme un service hautement fiable, répéter des innovations de procédé ou d'un produit, avoir une souplesse de fabrication, de la réactivité aux tendances du marché, et de courts cycles de développement de produits.

Certains chercheurs remarquent que l'outil de gestion utilisé influence la façon dont un manager perçoit les informations, par exemple la diffusion des connaissances tacites se fait à travers les outils de gestion (Paraponaris et Simoni, 2006). Par conséquent, les outils de gestion et la gestion des connaissances peuvent contribuer à la création des nouvelles connaissances. La gestion des connaissances devrait donc aborder les outils de gestion en tenant compte des 4 fonctions qu'ils exercent en parallèle : conformation, contrôle,

accompagnement, exploration. Nous utiliserons ces quatre dimensions pour traduire en ressources les outils spécifiques à l'ISR.

Nous invoquons aussi la recherche de Contractor et Ra (2002) qui combine la gestion des connaissances, la gouvernance dans les cas d'alliances. De plus, les auteurs combinent les quatre principales caractéristiques des connaissances (codification, nouveauté, complexité, facilité d'apprentissage) avec les entreprises en situation d'alliances. En effet, comme les travaux de Penalva-Icher (2006) présentés dans le premier chapitre nous l'ont démontré, le marché ISR est un marché de « coopétition ». L'analyse des alliances peut donc être utile pour notre projet : elle nous sert pour identifier combien et quels leviers doivent être visés par l'analyse. Les auteurs identifient trois étapes pour les entreprises dans un tel environnement : négociation, implémentation, gestion des alliances. Nous proposerons ces 3 processus en tant que leviers de gestion des ressources de l'entreprise. Pour tenter de voir si les fonds ISR se situent dans la première ou la deuxième situation.

Nous observons de nouveau une des particularités des fonds d'investissement, c'est-à-dire la position très privilégiée des compétences et des informations. Les « fonds » en fait ce sont des organisations vides, des « boîtes noires » comme disent les économistes, puisqu'en réalité ils confient toute la gestion de l'argent qu'ils ramassent à des SGP (sociétés de gestion de portefeuille). Donc il faut identifier la source de leur performance, la source des ressources VRIO :

- Soit elle se trouve parmi les entrées (« *input* ») des fonds. Un fonds traditionnel a deux inputs : des flux de capitaux et de l'information financière qui lui permet d'investir ces capitaux d'une façon profitable. Or, les flux de capitaux dépendent du comportement des consommateurs des produits éthiques, un sujet qui n'a pas été très développé par cette thèse. Nous formalisons certes une hypothèse par rapport aux ressources allouées à attirer cet input ; mais étant donné que l'inclusion des informations extra-financières au côté des informations financières nous paraît comme l'élément principal qui distingue les fonds ISR des fonds traditionnels nous le privilégions.
- Soit elle se trouve à l'intérieur des SGP : c'est les SGP qui amènent leurs compétences pour gérer ces deux inputs. Il faut rappeler ici que, le plus souvent, un fonds d'investissement est une structure vide. Il faut donc voir si les SGP ont découvert ou mis en place des VRIO en relation avec l'information financière ou les flux d'argent.

Ayant établi qu'il faut étudier rapidement les autres **ressources, compétences et processus** dont disposent les fonds ISR, la question maintenant reste « comment structurer ces deux sections ? » D'une part, par précaution, nous sommes obligés d'étudier, dans la mesure du possible, toutes les ressources, compétences et processus à la disposition des fonds ISR au sein des fonds ISR. D'autre part, par un souci d'espace et pour ne pas encombrer le lecteur avec des éléments ultérieurement inutiles, nous sommes obligés de privilégier les ressources stratégiques.

Levinthal et Myatt (1994) identifient les 4 fonctions au sein d'un fonds d'investissement : gestion des investissements, commercialisation, comptabilité investissements, comptabilité actionnaires. Pour la première fois nous avons un article qui traite les fonds non pas comme une boîte noire mais comme une vraie organisation. Or, si nous y pensons vraiment, cette initiative de la part des auteurs n'est pas si surprenante que cela : les auteurs employant la RBV ont besoin de schématiser, même d'une façon simplifiée, l'intérieur d'une entreprise.

Evidemment l'auteur explique par la suite que ces 4 fonctions sont d'habitude toutes sous-traitées mais cela n'est pas gênant : nous avons alors une trame des questions à poser aux gérants de fonds qui travaillent pour le compte des SGP.

L'article de Drazin et Rao (2002) nous permet de compléter notre liste des ressources, potentiellement VRIO, dont disposent les fonds ISR. La décortication des familles de fonds dévoile des ressources qu'elles dispensent à leurs fonds. L'information n'est pas synthétisée parce que les auteurs s'intéressent principalement à la connaissance, donc nous la reprenons ici :

- asset managers qui sont « alloués » aux fonds, comme une ressource ;
- comptabilité, information, agents et marketing ;
- analystes buy-side, co-gérants de fonds et technologie.

Au niveau empirique, le rapport de l'Eurosif (2010, p.19, figure 20 ci-dessous) nous confirme également que les ressources internes les plus importantes de SGP sont les gérants et les analystes et que la gestion des informations se situe au 3<sup>ème</sup> rang puisque toutes les ressources extérieurs peuvent être considérées comme les informations extra-financières.

**Figure 20 : Ressources utilisés par les gestionnaires de fonds**



*Source : Eurosif European ISR Survey, 2010*

Dans les sections qui suivent nous établirons un ensemble d'hypothèses, qui nous guideront pour conduire notre partie empirique et, par la suite, exploiter nos résultats pour en tirer des leçons. Pour structurer ces sections nous nous appuyons sur le fait que, parmi les ressources à la disposition des fonds ISR, celle qui différencie par excellence le fonds ISR des autres fonds est l'information extra-financière. Donc dans la première section, nous présenterons les détails de l'information extra-financière et par la suite, en exploitant le fait que les ressources de type « information » sont référencées par la Knowledge Based View, son impact sur les fonds. Dans la deuxième section nous nous intéresserons aux autres ressources VRIO que les SGP mettent à la disposition des fonds.

## **Section 3.2 : Hypothèses liées à la nature de l'information extra-financière et ses conséquences**

Dans cette première section nous focalisons sur l'information extra-financière, en nous interrogeant sur sa nature et sa finalité : Comment pourrait-elle transformer les métiers des analystes financiers *buy-side* et des gérants de fonds, porteurs principaux des compétences opérationnelles liés à la gestion fonds d'investissement ? Quel est son potentiel en tant que moyen de transfert de l'avantage compétitif attribué à la RSE vers les fonds ISR ?

Il faut cependant rappeler que selon la RBV, même une ressource qui satisfait les critères VRIO ne se traduit pas automatiquement en avantage compétitif. C'est pour cette raison que nous devons conjecturer également sur les moyens nécessaires pour actionner cette ressource. C'est pour cette raison aussi que nous proposerons des leviers dont les fonds ISR disposent pour transformer cette information extra-financière en avantage compétitif.

Dès lors, la structure suivante en deux étapes semble appropriée : d'abord étudier les ressources des fonds ISR et par la suite étudier les leviers des fonds ISR. Les premières hypothèses contiennent des ressources, compétences et processus des fonds (3.3.1 et 3.2.2) et ensuite les hypothèses vont exploiter ces ressources et les transformer en avantage compétitif, sous la forme de leviers stratégiques (3.2.3).

### **3.2.1. L'information extra-financière en tant que ressource spécifique**

Tout comme l'ISR, la définition de l'information extra-financière ne fait pas l'objet d'un consensus. D'après l'ORSE (2005) il s'agit de l'évaluation des engagements, des politiques mises en œuvre et des performances de l'entreprise dans le domaine social, environnemental et de gouvernance liés à ses activités économiques et à ses impacts. Il s'agit donc d'un reporting sélectif de certains aspects de l'entreprise.

Or, contrairement au reporting comptable et financier, ce reporting n'est pas obligatoire. Les entreprises qui choisissent de publier spontanément des rapports ESG ne sont pas soumises à des obligations légales, le contenu de ces rapports varie considérablement. Alors le contenu de ces rapports spontanés occulte souvent les points faibles et les problèmes de l'entreprise en restant déclaratifs, évitant des chiffres et les comparaisons sur plusieurs années.

Ce contenu donc est loin d'être aussi standardisé que le contenu du reporting financier. Même dans les pays comme la France où le Comité d'Entreprise des grandes sociétés est obligé de publier un rapport social, le contenu de ces rapports est très divergent d'une entreprise à l'autre. Puisque la standardisation, normalisation et certification du reporting financier n'empêche toujours pas les scandales de « window dressing », nous devons rester sceptiques quant au contenu de l'information extra-financière publié par les entreprises.

Pour vérifier si l'information extra-financière remplit les critères théoriques VRIO nous nous inspirons des travaux de Penalva-Icher (2006) qui mobilise l'approche réseaux pour étudier les fonds ISR. Nous verrons d'abord le contenu de cette information ; et par la suite nous présentons les canaux à travers lesquels cette information transite des entreprises responsables vers les fonds ISR, en se focalisant notamment sur l'interlocuteur privilégié des fonds des SGP gérant des fonds ISR, c'est-à-dire les agences de notation extra-financière.

Nous tenons ici à préciser qu'assimiler interlocuteur et canaux de communication est une grande simplification, les agences de notation étant un interlocuteur en soi, avec leurs propres enjeux et stratégies et non pas un simple moyen de transférer les informations. Cependant il s'agit d'une simplification que nous sommes obligés de faire par un souci de cohérence : pour ne pas introduire davantage de notions théoriques ; pour ne pas encombrer notre étude terrain avec l'inclusion des interlocuteurs au sein des agences de notation ; et pour ne pas déborder de notre objet de recherche.

### **3.2.1.1. Contenu**

Basu et Palazzo (2008) identifient trois types de processus au sein des entreprises qu'un chercheur doit étudier pour interpréter le caractère de RSE de l'entreprise (cf. figure 21) : cognitive, linguistique et conative. Par la suite ils examinent de plus près les dimensions stratégiques de chaque processus que les entreprises adoptent avec et pour la RSE : identité, légitimité, justification, transparence, posture, cohérence, engagement<sup>26</sup>.

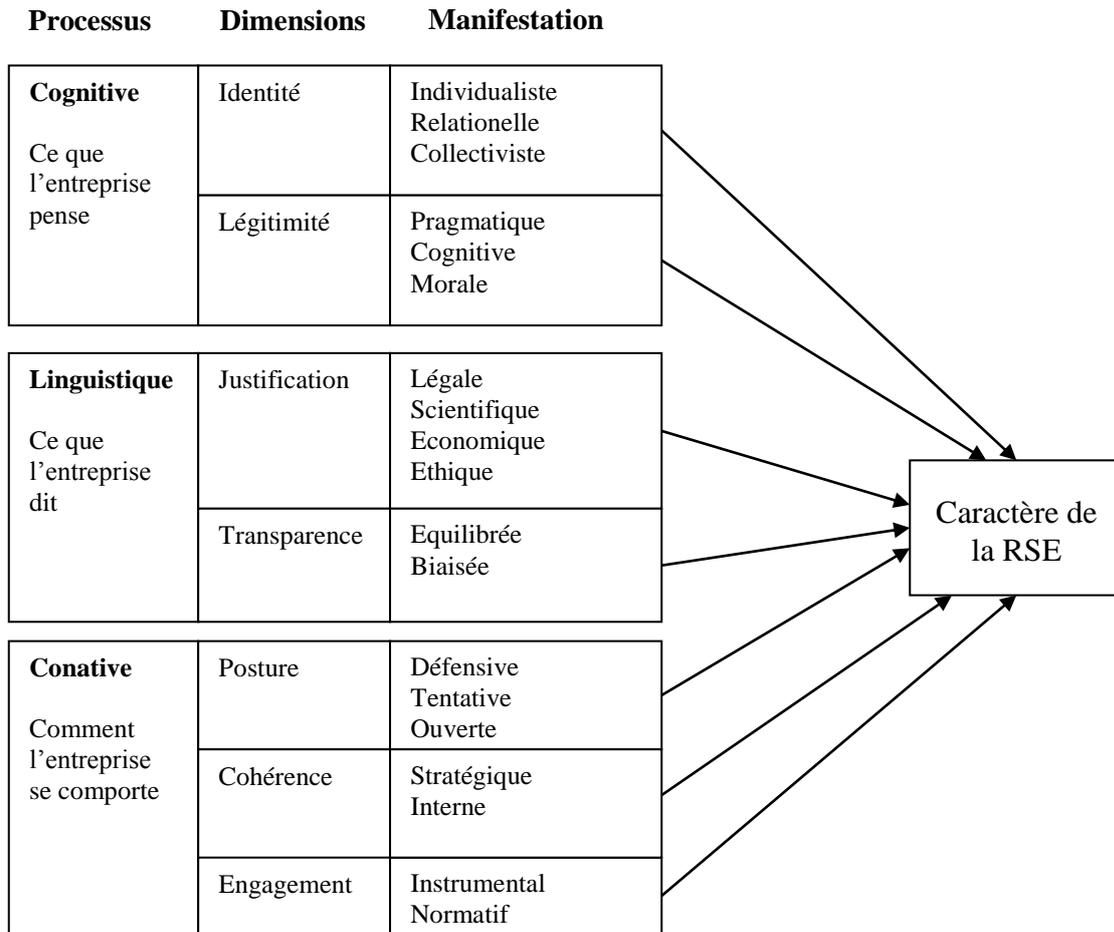
Le processus cognitif implique une réflexion sur les relations entre l'organisation et ses parties prenantes et les points de vue sur le reste du monde, ainsi que les raisons pour s'engager dans des activités spécifiques qui pourraient avoir un impact sur les relations clés.

Ce processus contient deux dimensions : identité et légitimité.

---

<sup>26</sup> Nous utiliserons ces 7 différents dimensions stratégiques pour formuler nos hypothèses portées sur les leviers stratégiques dans le chapitre suivant.

**Figure 21 : Dimensions du processus de sensemaking du caractère de l’RSE**



Source : Basu et Palazzo (2008), page 125

- Etant donné l’idéologie d’une organisation, son identité est définie comme un ensemble de croyances relativement cohérent, chargé d’émotion, de valeurs et de normes qui lient une certaine quantité d’individus et les aide entre eux afin de donner un sens à leur monde. Cette dimension stratégique se manifeste sur trois niveaux, individuel, relationnel et collectif, afin d’interpréter la motivation d’une entreprise à se confronter à la RSE en fonction de son identité.
- La perception du besoin de se faire accepter dans la société, en particulier entre les parties prenantes, conduit les organisations à lutter pour le respect d’un système socialement construit de normes, valeurs, croyances et définitions. Trois types de légitimités peuvent être différenciés : pragmatique, cognitif et moral. La réalisation de la légitimité pragmatique dépend la capacité d’une organisation à convaincre les parties prenantes à utiliser ses décisions, produits ou procédures. En quête de

légitimité cognitive, une entreprise aligne ses actions en harmonie avec les attentes sociétales perçues afin d'avoir une adaptation réussie à des demandes externes. La légitimité morale est provoquée par des changements fondamentaux sociaux dans des conditions d'extrême incertitude. Les organisations pourraient chercher à obtenir une légitimité par la co-création de normes de comportement acceptables par les acteurs concernés.

Le processus linguistique implique les moyens d'expliquer les raisons qu'a l'organisation de participer à des activités spécifiques et comment partager ces explications avec les autres. Ce processus comprend deux dimensions : justification et transparence.

- La façon dont les organisations justifient leurs actions pourrait être considéré comme référence avec laquelle les organisations interprètent leurs relations avec les parties prenantes et leurs responsabilités vis-à-vis de la société. Quatre niveaux de justification sont nécessaires : légal, scientifique, économique et éthique.
- En plus de la dimension de justification, lorsqu'une organisation sert au monde extérieur, elle a le choix en termes de valence des informations contenues dans sa communication sur la RSE : soit équilibrée, en ce qui concerne les aspects favorables et défavorables et les résultats de ses actions ; soit biaisée, notamment en terme simple du côté favorable, omettant le côté défavorable.

Le processus conatif concerne la posture du comportement qu'on adopte, ainsi que l'engagement et la cohérence. Elle mène les activités qui empiètent sur ses relations perçues. Trois dimensions sont identifiées par les autres : posture, cohérence, engagement.

- La posture réactive d'une organisation à l'égard des attentes, des demandes ou des critiques des autres est considérée comme une disposition clé du comportement. Plutôt que de décrire la nature de la réponse elle-même, la posture implique la façon dont la réponse est faite, en vue de révéler le caractère de l'organisation en termes de ses interactions avec les autres. La posture est également perçue comme une caractéristique conative qui évalue les organisations quand elles se confrontent aux nouveaux défis. Trois principaux types de postures peuvent être tirés : défensif, provisoire et ouvert.
- La cohérence stratégique est la notion de cohérence en tant que discipline de comportement dans l'approche des tâches de la RSE. Outre incidence sur l'efficacité

et la crédibilité des résultats, cette notion de cohérence donne un aperçu sur la façon dont les gestionnaires sont enclins à se comporter d'une manière globale et systématique, au niveau stratégique et interne.

- L'engagement d'une organisation à une activité est considéré comme essentiel dans le développement du processus routinier, contribuant ainsi à la stabilité temporelle de l'activité. En affichant la persistance, les gestionnaires pourraient réussir à intégrer les activités liées à la RSE dans les habitudes de travail quotidiennes, l'acquisition des compétences nécessaires et les mentalités nécessaires qui contribuent à la prestation réussie. L'engagement instrumental, étant un dérivé d'incitations extérieures, pourrait être différencié de l'engagement normatif, qui découle des considérations internes et surtout morales.

Selon cette logique de *sensemaking* de l'organisation<sup>27</sup>, la RSE peut être définie en termes de processus tripartite par lequel les gestionnaires réfléchissent et discutent les relations avec les parties prenantes, leur rôle au sein des affaires communes, leur disposition comportementale à l'égard de l'accomplissement et de la réalisation de ces rôles et relations. Les activités telles que la RSE sont considérées comme les résultats indirects de la demande extérieure, mais à partir des processus cognitifs et linguistiques au sein de l'organisation. Ces processus dirigent l'organisation pour afficher ses relations avec les parties prenantes de façon particulière qui, à son tour, influencent les engagements de l'organisation.

Cette interprétation de l'objet de la RSE nous est doublement utile : elle reflète l'analyse de Louche et Lydenberg (2006) sur laquelle nous nous sommes basés pour structurer notre section 1.2 ; et elle justifie un traitement de l'information RSE à travers le prisme des CBV et KBV, approches très adaptées pour le traitement des dimensions linguistiques et conatives.

### **3.2.1.2. Diffusion**

Nous avons vu que, d'après la KBV, une information peut constituer une ressource. L'information extra-financière est au cœur des fonds ISR et elle semble comme une ressource indispensable. Après avoir étudié son contenu nous devons nous pencher sur sa diffusion.

---

<sup>27</sup> Sensemaking est « un processus par lequel les individus développent des cartes cognitives de leur environnement » (Ring et Rands, 1989: 342).

Le processus de traitement de l'information extra-financière est beaucoup plus court que celui de l'information financière. Les trois acteurs impliqués sont : les entreprises cotées publiant spontanément des informations ESG ; les agences, sociétés de courtage et/ou autre associations de recherche et/ou notation extra-financière qui récoltent et synthétisent ces rapports ; et les sociétés de gestion offrant des fonds ISR qui achètent cette analyse d'informations auprès des agences et les intègrent dans la mesure du possible dans leur processus de prise de décision d'investissement.

Pour pouvoir juger si l'information extra-financière, tel qu'elle est utilisée par les SGP, remplit les critères VRIO, nous sommes obligés d'étudier de plus près le traitement qu'elle subit à l'intérieur des agences de notation. Giamporcaro-Saunière (2006) nous décrivent les trois étapes de ce processus avant que l'information extra-financière soit restituée aux investisseurs : collecte d'information ; construction d'une grille d'analyse ; et traitement préalable.

#### - **Etape 1 : Collecte des informations**

Outre la recherche systématique des informations publiées concernant l'entreprise, soit en consultant les informations légales et autres publications faites par l'entreprise, soit en indexant toute autre information disponible dans la presse généraliste et spécialisée et/ou l'internet, les agences de notation utilisent souvent d'autres sources d'information (Alberola, 2004) :

- Envoi d'un questionnaire portant sur les critères utilisés dans la grille d'évaluation des entreprises de l'agence (voir ci-dessus).
- Rencontres avec la direction de l'entreprise portant sur des sujets ESG
- Consultation des parties prenantes de l'entreprise (les ONG, les syndicats, les pouvoirs publics, etc.)

#### - **Etape 2 : Grille d'analyse**

Les informations récoltées servent pour alimenter la base de données de l'agence. Certaines agences sont spécialisées mais la plupart d'entre elles couvrent toutes les thématiques ESG possibles : la politique des ressources humaines, le gouvernement d'entreprise, les relations avec les clients, les fournisseurs et les sous-traitants, l'environnement, les parties prenantes,

etc. Ces données sont donc exploitées à l'aide d'une grille d'analyse, développées le plus souvent à partir de référentiels édités par des organisations internationales telles que l'ONU, l'OCDE et l'OIT. Cependant la pondération des critères et des sous-critères peut varier d'une agence à l'autre.

A cette première identification des thématiques s'ajoute très souvent une pondération supplémentaire par secteur. La pondération dépend de l'analyste responsable du secteur ; elle peut donc encore varier d'une agence à l'autre ce qui peut en pratique conduire à des évaluations différentes de la même entreprise. Heureusement les analystes définissent un secteur en se référant à un indice boursier particulier et l'utilisation de ce référentiel commun rend les comparaisons intra- et inter-agences possibles.

Certaines agences laissent le choix de critères de sélection et des pondérations générales et/ou sectorielles à leurs clients pour qu'ils puissent mobiliser leur expertise. Ces derniers construisent donc conjointement la grille avec chaque SGP, leur proposant une analyse faite sur mesure.

### - **Etape 3 : Traitement de l'information et restitution finale aux investisseurs**

Une fois la grille d'analyse établie, les agences de notation ont le choix entre deux types de traitement d'information, soit procéder par un filtrage (screening), soit établir un classement (ranking) (Alberola, 2004).

Une approche par screening élimine les entreprises ne répondant pas aux critères d'exigences ESG définis par l'agence. Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, il existe deux types de screening, négatif et positif. En tout cas le résultat est un univers d'investissement réduit aux entreprises remplissant ces critères. L'agence de notation restituera cette liste d'entreprises à ses clients qui n'ont qu'à piocher dans son contenu pour constituer un portefeuille ISR.

La méthode du ranking se fait en deux étapes : d'abord l'agence attribue une note à l'entreprise pour chacun des critères figurant dans sa grille (scoring) ; par la suite elle classe les entreprises en fonction du rang occupé sur chaque critère. Le classement peut se faire sur l'échelle du marché entier ou, le plus souvent, à l'intérieur d'un secteur.

Le filtrage est donc une approche binaire : soit une entreprise remplit les critères, soit elle ne les remplit pas. Par contre le classement est plus souple : le classement dépend de la notation sur chaque critère. La SGP peut donc adapter la pondération des critères en fonction de sa propre approche. Par exemple, si elle veut simuler une approche de type screening, elle n'a qu'à définir un seuil sous lequel les entreprises seront filtrées de son univers d'investissement. Et, à l'intérieur de la SGP, ces critères peuvent être davantage adaptés aux besoins de l'asset manager individuel qui pourrait éventuellement les combiner avec les autres sources d'information et/ ou bases de données à sa disposition.

Après avoir étudié le contenu et la diffusion de l'information extra-financière nous pouvons enfin nous pencher sur la question : Est-ce que elle pourrait remplir les critères VRIO pour les SGP ? Elle semble certainement remplir les deux premiers critères. Elle a certainement une « valeur » dont les agences de notation fixent le prix. Elle est « rare » car il y a très peu d'agences de notation. Elle devrait en principe être « inimitable » car, d'une part les procédures exactes des agences de notation ne sont pas publiquement disponibles, et d'autre part parce qu'il s'agit d'un métier très hautement spécialisé (Pesqueux, 2005). Et elle devrait aussi remplir le critère « organisation » car, pour qu'elle puisse être exploitée la SGP doit employer des analystes maison spécialisés ISR et/ou former ses asset managers. Nous pensons donc que les informations ci-dessus sont adéquates pour caractériser l'information extra-financière comme ressource stratégique.

### **Hypothèse 1 :**

*L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

### **3.2.2. L'information extra-financière en tant que source des compétences et processus spécifiques**

Les recherches antérieures en RBV nous expliquent que pour ce faire il faut étudier les compétences (CBV) et les processus (Capacités Dynamiques) des fonds ISR. Par exemple, l'étude de Miller (2003) montre comment certaines entreprises peuvent réussir à surmonter le dilemme en appuyant non seulement sur les ressources et les capacités mais aussi sur les « asymétries ». Ces asymétries sont généralement des compétences, des processus ou des « actifs » que les concurrents d'une entreprise ne peuvent pas copier à un coût qui offre des

rentes économiques pour cette entreprise. Ils sont rares, inimitables et non substituables, bien que n'étant pas reliés à un moteur de création de valeur. En découvrant, en conceptualisant et en intégrant ces asymétries à l'organisation, l'entreprise peut transformer ces asymétries en capacités durables.

Avant que nous étudions plus en détail ces compétences et processus, nous voulons rappeler deux constats qui sont ressortis après la présentation de notre objet de recherche dans le premier chapitre :

- nouvelles compétences requises pour les analystes buy-side
- processus plus long pour prendre en considération les informations extra-financières (asset managers)

### **3.2.2.1. Impact sur les compétences des analystes financiers buy-side**

Le métier d'analyste buy-side est associé à celui du gestionnaire des fonds. Leur travail consiste « à forger un avis sur la valeur boursière des entreprises cotées et sur leurs perspectives d'évolution » (Montagne, 2009, p. 137). En effet la distinction entre les deux métiers est relativement récente et s'est surtout développée pour les raisons suivantes :

- L'accroissement de la division du travail financier, notamment l'externalisation de la gestion d'investissement vers des firmes de gestion d'actifs, a rendu nécessaire le contrôle et l'évaluation des tâches externalisées par des évaluateurs « compétents et reconnus » ;
- La complexification des produits financiers au cours des années 1980-1990 a rendu leur évaluation plus spécialisée, d'où le développement d'entités dédiées ;
- La « mondialisation » des marchés financiers au sens de la circulation des titres financiers sur un espace plus large, a favorisé le recours à des évaluations standardisées (non locales) diffusées par ces entités internationales durant la décennie 1990 ;
- L'expansion des investissements thématiques, voire labellisés, par exemple finance responsable, des années 2000, généralise l'utilisation de nouveaux critères d'évaluation (environnementaux, sociaux) et ouvre ainsi de nouveaux segments de marché à ces entités évaluatrices.

Il est intéressant d'observer que la création de ce métier est récente uniquement côté *buy-side* ; côté *sell-side* les courtiers et les banques d'affaires disposaient d'analystes depuis longtemps. Les SGP reposaient sur l'analyse *sell-side* presque uniquement comme source d'information. Cependant, grâce à la montée en puissance des investisseurs institutionnels, on observe « à partir de la fin des années 1990 ... un isomorphisme institutionnel » qui a eu comme résultat que les analystes *sell-side* ont dû s'adapter aux nouvelles exigences des gérants de fonds et à la présence des analystes *buy-side*, et donc leurs exigences aussi (Montagne, 2009, p.136).

Cela a la grande conséquence que, malgré le fait que les deux types d'analystes n'ont pas les mêmes intérêts finaux, nous observons des similarités entre leurs pratiques et compétences.

Concernant leur statut au sein des SGP, ils sont annexes aux gérants de fonds, souvent sans être attribués à un fonds particulier au sein de la famille des fonds gérée par la SGP. Malgré le fait qu'ils sont censés remplacer les gérants dans leur fonction de maintien des liens privilégiés avec les entreprises l'activité « ne bénéficie à aucune reconnaissance en elle même » (Montagne, 2009, p.137) et s'exerce principalement comme le moyen de devenir un jour soi-même gérant de fonds.

Le métier d'analyste est un métier qui est particulièrement adopté au prisme de la KBV : comme on l'a vu, son métier consiste à formuler une opinion, un rapport sur une entreprise. L'étude de Cumming et Johan (2007) montre que l'expérience des analystes influence le support à la recherche, la spécialisation des prévisions sur la situation des pays. Fogarty et Rogers (2005) étudient les sources d'information utilisés par les analystes. Leur conclusion que les discours et les pratiques sont très variés. Cependant ils remarquent que, pour formuler leur opinion, les analystes *buy-side* se basent principalement sur les rapports des analystes *sell-side* (p.332).

Von Loye et Fontowicz (2004) remarquent également que, par souci de conserver leur poste, les analystes ont une aversion pour la prise de risques pas nécessaire ; par conséquent nous avons des phénomènes de mimétisme répandu.

L'étude de Fogarty et Rogers (2005) conclut que, en général, ce qui distingue les meilleurs analystes est leur capacité à mobiliser leur propre réseau avec les managers des entreprises qu'ils évaluent. En effet, l'utilisation exclusive des informations comptables publiées par l'entreprise ne permet pas de formuler une opinion divergente des autres. D'ailleurs, nous

devons ici ajouter, si cela était le cas, on n'aurait pas besoin des analystes pour formuler des opinions sur le cours boursier des entreprises !

C'est pour cette raison que Von Loye et Fontowicz (2004) se sont penchés sur la crédibilité des analystes. Ils trouvent que leurs opinions contiennent deux types de « bruits », deux types d'erreurs : intentionnels et involontaires. Etant donné que :

- Nous traitons des analystes *buy-side*, nous pourrions supposer qu'ils n'ont pas intérêt à introduire des bruits intentionnels puisque tout rapport reste par usage interne ; et que
- Même si c'était le cas, le vérifier serait en dehors des intérêts de cette recherche ; nous focaliserons sur les erreurs involontaires, provoqués soit
  - o parce que l'analyste ne dispose pas de l'intégralité des informations concernant la situation de l'entreprise, ou
  - o parce qu'il possède une « capacité de traitement limitée » et il n'est pas toujours en mesure de traiter toutes ces informations.

Toujours sur le sujet de la crédibilité des rapports des analystes, Montagne (2009) remarque que, en raison de leurs trois rôles contradictoires d'intermédiaire, de prescripteur et d'expert évaluateur, les analystes souffrent des biais inhérents. De plus, Fogarty et Rogers (2005) remarquent que l'analyste, pour conserver son accès privilégié au management des entreprises et ses informations discrétionnaires, risque d'être obligé d'aligner ses intérêts avec les siens, biaisant ses rapports. Ils nous avertissent donc d'un éventuel biais à émettre des rapports optimistes.

Ces attributs des analystes, comme toute autre manifestation des marchés financiers, varient en fonction des pays. Clement et *al.* (2003) confirment que la culture et le mode de gouvernance des entreprises de chaque pays influencent significativement la performance des analystes. Or ce constat concerne des facteurs externes à l'entreprise et son réseau et il ne nous est pas immédiatement utile pour la construction de nos hypothèses. Concernant les facteurs internes, les auteurs confirment que l'expérience des analystes, leur spécialisation et la taille de leur employeur influencent positivement la performance. Etant donné que la spécialisation des analystes *buy-side* ainsi que le secteur et/ou équipe auquel ils seront attribués dépendent de Chef Investment Officer (CIO) de la famille des fonds, nous choisissons de retenir principalement l'expérience pour notre analyse.

Jonsson et Regner (2009) identifient un des problèmes stratégiques que rencontrent les familles de fonds pour adopter des fonds ISR est le risque de « de-skilling », c'est-à-dire perte de compétences.

Nous récapitulons maintenant les compétences des analystes *buy-side* identifiés dans notre revue de littérature :

- Eviter le mimétisme
- Traiter les informations disponibles
- Mobiliser son réseau
- Identifier les informations pertinentes.

En ce qui concerne l'ISR, l'information extra-financière est traitée en interne par des analystes *buy-side*. En principe leurs compétences permettraient aux fonds ISR de mieux profiter de cette ressource importante. Nous pouvons considérer alors que leurs compétences constituent elles-mêmes des ressources pour les fonds ISR. Trois critères corroborent à ces compétences et qualifient les critères VRIO : un analyste extra-financier suit une longue formation (rareté), il contribue de façon indirecte mais primordiale à la gestion des actifs (valeur), leur turnover n'est pas important ce qui signifie qu'ils ne sont pas facilement remplaçables (non-substituable). Reste à voir si les SGP s'organisent de façon à mieux exploiter ces compétences.

### **Hypothèse 2 :**

*Les compétences des analystes buy-side constituent une ressource VRIO pour leurs fonds ISR.*

#### **3.2.2.2. Impact sur les compétences des gérants des fonds**

Bollen et Busse (2004) étudient 230 fonds d'investissement pendant une période de janvier 1985 à décembre 1995. Leur objectif est de confirmer la consistance de la performance des asset managers. Les auteurs distinguent les trois compétences dont doit faire preuve un asset manager performant : discerner un investissement attirant ex-ante (« *stock-picking* »), investir au bon moment (« *market timing* ») et savoir se rétracter ex-post (« *switching strategies* »). Leurs résultats confirment que, à court terme, les meilleurs fonds surperforment les autres. Ils interprètent leurs résultats comme confirmant l'importance des compétences des asset

managers identifiés. Nous allons donc les inclure dans notre hypothèse concernant les compétences des gérants de fonds.

Aaron et *al.* (2005) étudient les styles de gestion de portefeuille. Pour ce faire ils nous rappellent d'abord les trois étapes qu'une SGP suit pour construire un portefeuille d'investissement. Premièrement elle se concentre sur un segment du marché, représenté par un indice, qui servira de référence (« *benchmark* »). Le plus souvent cette décision est préalable à la constitution d'un fonds, la décision ne relève pas d'un gérant. Deuxièmement, une fois le fonds constitué et le gérant choisi, ce dernier précise ses objectifs par rapport à l'indice. Il s'agira d'un document écrit qui servira comme guide pour toutes les décisions du gérant dans le futur. Ce n'est que maintenant que le gérant du fonds peut, dans cette troisième étape, procéder à investir dans les actifs qu'il estime pouvoir satisfaire les objectifs de performance qu'il s'est fixé. Ils ont formulé par la suite qu'il y a des facteurs qui influencent le comportement des gérants pendant cette troisième étape.

Pour tester cette hypothèse ils ont suivi une méthodologie en trois étapes : ils ont d'abord administré un questionnaire auprès de 362 fonds, avec un taux de réponse de 22%, soit un échantillon final de 80 réponses traitées. Ils ont utilisé ces réponses accompagnées par une analyse documentaire des notices de fonds déposées auprès de l'AMF pour apurer leur modèle initial qui comportait 65 variables. Par la suite ils testent ce modèle réduit quantitativement en utilisant les données de l'AMF. Ils finissent avec une typologie de 6 styles de gestion de fonds partageant les mêmes caractéristiques : indiciel, quantitatif, sectoriel, stratégique, « *growth* » et « *value* ». Ils interprètent leurs résultats comme une preuve que le style de gestion peut expliquer la logique d'investissement employé par les gérants de fonds (tableau 12) et leurs performances.

Les auteurs admettent cependant que d'autres définitions de styles étaient légitimes et que leur appellation « reste arbitraire ». Cela nous incite à postuler que la gestion ISR a son propre style. Nous transposons ci-dessous leur tableau qui regroupe les 43 variables influençant le style de gestion d'un gérant de fonds qu'ils ont finalement retenu. Il servira comme base théorique pour identifier si un gérant de fonds ISR est amené à adopter un style unique.

**Tableau 13 : Conséquences probables de l'adoption d'un style sur l'industrie de la gestion d'actifs et sur le marché boursier**

Si le style de gestion suivant revient prépondérant...	les conséquences probables sont : ...	... et la logique d'allocation dominante est :
Indiciel	Embauche de jeunes diplômés, hausse de la durée de détention de titres, recours accru aux marchés dérivés	Passive Financière
Quantitatif	Mouvements de marché à court terme plus importants, demande de logiciel & bases de données, grandes capitalisations et titres liquides	Arbitragiste Recherche de liquidité
Sectoriel	Marchés plus sensibles à la conjoncture, rallongement de l'horizon moyen de placement	Économique Cyclique
Stratégique	Hausse de l'encours moyen des fonds, réaction des cours aux publications des comptes	Fondamentaliste Mimétique
Growth	Analystes techniques & analystes financiers très sollicités, horizon de moyen terme	Fondamentaliste
Value	Développement des petites et moyennes capitalisations (Second marché), hausse des besoins en analystes techniques & analystes financiers	Fondamentaliste Petites capitalisations

Source : Aaron et *al.* (2005, p. 13)

Les 43 variables sont regroupées en 8 sous-catégories, elles mêmes regroupées en 3 catégories :

- les caractéristiques structurelles sont des variables exogènes, hors de la sphère de l'influence de l'asset manager ;
- les sources d'information regroupent l'ensemble des signaux que l'asset manager essaie de prendre en compte pendant l'étape de sélection du portefeuille ;
- les variables ayant une incidence sur le fonctionnement du marché « *sont des facteurs qui découlent de l'adoption d'un style et qui peuvent avoir une influence directe sur le marché* » (p. 8).

**Tableau 14 : Liste de variables selon Aaron et al. (2005)**

1) Caractéristiques structurelles		2) Sources d'information		
<i>Relatives au gérant</i>	Âge	<i>Relatives à la valeur fondamentale</i>	Recommandation des analystes	
	Expérience totale		Publication des comptes	
	Expérience actuelle		Entretien avec les dirigeants	
<i>Relatives à la société</i>	Encours de l'OPCVM		Information fournie par le courtier	
	FCP ou SICAV		Évaluation de la qualité de l'analyse par (argument, classement, connaissance sociétés, rapport au consensus, réputation)	
	Nature de l'actionnaire majoritaire (assurance, banque, indépendant)		Fréquence de la rencontre avec (analyste interne, analyste courtier, autre)	
<i>Relatives au produit</i>	Support assurance-vie		Influence de l'analyste sur (décision, volume, timing)	
	Support PEA		Information issue de la presse	
	Support Monory CEA		<i>Venant de la sphère financière</i>	Effet de résultats décevants (attendre, changer)
	Frais de gestion			Impact de variations soudaines du marché
	Droits d'entrée	Collecte de parts d'OPCVM		
<b>3) Incidence sur le marché</b>		Changement de l'indice		
<i>Structure du portefeuille</i>	Taille moyenne d'intervention	Commentaires des autres gérants		
	Nombre de valeurs en portefeuille	Positions des autres gérants		
	Vitesse de rotation du portefeuille	Influence du classement des fonds		
	Période moyenne de détention d'un titre	Influence de la performance passée		
	Horizon de placement du gérant	Influence de l'évolution du marché		
	Horizon de placement conseillé aux investisseurs	Critères de sélection du courtier (rapidité, réputations, conseil)		
	Marchés d'interventions (premier, second, dérivés, à terme, monétaire)	<i>Routines</i>	Usage de l'analyse technique	
	Part des petites et moyennes capitalisations		Recours à la rotation sectorielle	
	Utilisation de la « Tracking Error »			
<i>Mimétisme</i>	Impact de la position passée sur les décisions			
	Impact de la variation du cours			
	Fréquence du calcul de la performance du fonds			

Les auteurs nous rappellent donc que les asset managers peuvent influencer le marché. Ce qui est logique d'ailleurs, vu la taille des actifs gérés. Par la suite le marché influence la performance du fonds et donc la rémunération du gérant du fonds. Il y a un effet boucle.

Or nous devons ici rappeler au lecteur que cette notion à été déjà abordée dans cette recherche doctorale : nous avons parlé de « prophétie auto-réalisatrice » dans la section 1.1 pendant qu'on exposait les arguments pour et contre l'ISR ; et nous l'avons revisité dans sa forme de « cercle vertueux » en section 1.3 quand on exposait les recherches ayant soutenu que la surperformance des fonds ISR puisse être expliquée par une surperformance inhérente aux entreprises responsables. Nous pouvons donc faire l'hypothèse que cette troisième catégorie sera spécifique pour les gérants de fonds ISR.

Nous attirons également l'attention du lecteur sur le fait que les sources d'information à la disposition des gérants ISR sont beaucoup plus riches. Leurs informations « venant de la sphère financière » sont peut-être identiques avec les gérants des fonds traditionnels mais, pour le moment, les gérants de fonds ISR sont les seuls qui intègrent systématiquement les informations extra-financières dans leur calcul.

Pour résumer, si nous étudions un gérant de fonds ISR à travers le prisme d'Aaron et *al.* (2005) tel que résumé dans leur tableau, nous observons des particularités pour 3 parmi les 8 sous-catégories identifiées : structure du portefeuille, mimétisme et sources d'informations relatives à la valeur fondamentale. Ces trois catégories représentent 19 parmi les 43 variables identifiés par les auteurs, ce qui constitue un échantillon significatif. Notre positionnement théorique est encouragé aussi par l'observation empirique que la base de données Quantalys qualifie l'ISR en tant que caractéristique structurelle. La logique sous-jacente est sans doute que la décision pour le caractère ISR est prise dans la première étape.

Nous nous sentons donc en position d'assumer que le style de gestion des asset managers ISR ne rentre pas dans une des 6 catégories de style définies par les auteurs et qu'il a son propre, unique style de gestion. Cela voudrait donc dire que les asset managers ISR auront besoin de développer des compétences spécifiques pour pouvoir faire face aux exigences de ce nouveau style. Les observations empiriques de Penalva-Icher (2006) confirmant la croissance exponentielle des formations SR et des *road show* semble corroborer notre hypothèse.

### **Hypothèse 3 :**

*Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.*

### **3.2.3. L'information extra-financière en tant que levier d'apprentissage organisationnel**

Drazin et Rao (2002) remarquent que la connaissance n'est pas facilement transférable dans le secteur financier parce qu'elle n'est pas codifiable ni facile à enseigner. Ils identifient donc deux facteurs qui accélèrent l'apprentissage organisationnel quand ils sont présents dans le secteur des services financiers : codification et enseignement.

#### **3.2.3.1. Apprentissage via processus de sélection**

Bertoin-Antal et Sdeczak (2004) adoptent aussi une posture prescriptive et proposent trois leviers supplémentaires de l'apprentissage organisationnel à tester dans le cadre spécifique de la RSE :

- L'expérimentation des entreprises avec la RSE
- Les effets des sanctions et de la législation
- L'influence des standards de reporting.

Nicolas (2004) nous présente six accélérateurs de l'apprentissage organisationnel au sein des petites structures. Parmi elles nous en trouvons trois qui s'appliquent au contexte des fonds ISR :

- La porosité de la structure : la frontière entre la petite organisation et ses parties prenantes est floue. Elle va y puiser des opportunités d'apprentissage si elle est suffisamment aux aguets.
- L'effet de la vision partagée impulsée par le dirigeant : le dirigeant doit tenter de faire partager sa vision stratégique aux salariés de l'entreprise. Cela favorisera l'apprentissage organisationnel.
- La communication informelle intra-unité : la petite structure va bénéficier de la proximité physique et affective des salariés pour développer une communication informelle rapide et interactive. La résolution de problème s'en trouvera facilitée et accélérée au sein des unités de coopération.

En ce qui concerne le processus d'intégration des notions RSE, notre travail s'inspire encore de l'étude de Nicolas (2004) qui identifie les 4 étapes qu'une petite structure doit suivre :

- Normalisation : la petite structure doit trouver auprès d'autres sources, les données qui vont lui manquer, par exemple se mettre en position de veille qui ne se limite pas à une position attentiste et qui perçoit les signaux envoyés par l'environnement.
- Codification : certaines parties prenantes peuvent accompagner la petite structure, notamment les organismes certificateurs, afin de codifier les matériaux collectés par la petite structure. Autrement dit, il s'agit d'une transformation en « un savoir utile » pour illustrer la possibilité d'exploiter de manière finalisée l'information.
- Diffusion : il s'agit d'une activité de partage entre membres d'une même organisation. Le choix du canal est déterminant dans le processus de communication, les lieux de stockage des connaissances doivent être identifiés.
- Intégration : par application des connaissances récemment collectées, codifiées et diffusées. Parallèlement à ce processus, la dimension collective de l'apprentissage peut être soulignée. Il existe un aller et retour incessant et difficile à cloisonner entre les contributions individuelles et collectives à l'apprentissage.

Il suggère que ce processus en quatre étapes constitue une double boucle d'apprentissage (Argyris et Schon, 2002). Cette double boucle d'apprentissage proposée nous incite à nous poser la question : est-ce que le processus d'intégration des critères RSE au sein des fonds ISR suit le même processus et donc induit l'apprentissage organisationnel et donc un avantage compétitif ?

#### **Hypothèse 4 :**

*Le processus de sélection plus long constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

#### **3.2.3.2. Apprentissage via dialogue avec les entreprises**

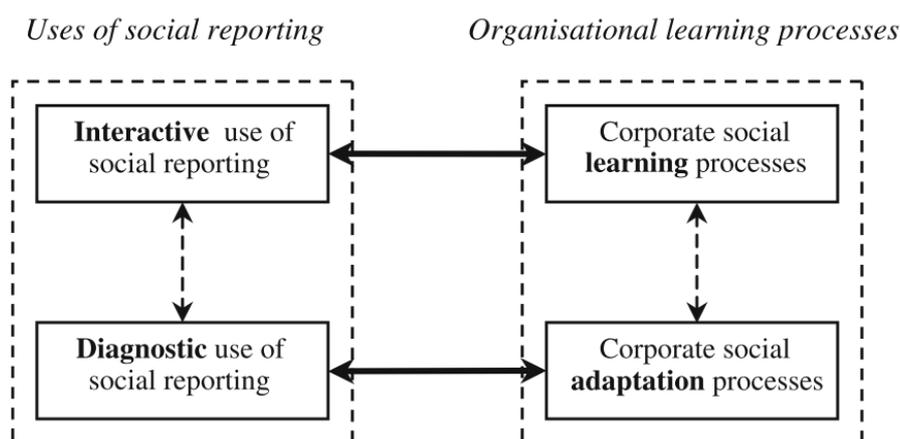
Nous avons vu dans le chapitre 1 que pour attirer des investisseurs, outre l'argument d'une meilleure performance que les fonds dit « traditionnels », les fonds ISR utilisent l'argument qu'ils peuvent encourager les entreprises à améliorer leurs pratiques environnementales et sociales (Haigh et Hazelton, 2004). Traditionnellement la cause environnementale était réactive, un positionnement acceptable depuis des décennies. Or, les investisseurs changent désormais leurs exigences, devenant proactifs (Jayne et Skeratt, 2003). Cette émergence d'un corps de fonds d'investissement et d'organismes de crédit qui exigent des informations sur la performance environnementale des entreprises peut éventuellement entraîner un changement

au sein du processus de financement des entreprises. Quand les chercheurs trouvent même que la mentalité ISR est en train d'imprégner le « mainstream » de la sphère financière (Jayne et Skeratt, 2003, p. 139) cela se traduit par un impact sur le monde des entreprises.

Nous avons également vu que cet argument est désormais partagé par certains chercheurs en finance. Investir ou continuer d'investir dans des actions ou des obligations est perçu comme un encouragement, un vote de confiance, assorti d'une hausse du cours de l'entreprise qui les émet et d'une baisse du prix de l'argent qui la finance (Pasquier-Dorothe et *al.*, 2001). Il serait ainsi possible de promouvoir ou de décourager une activité.

Gond et Herrbach (2006) nous fournissent un framework détaillé pour examiner si le reporting RSE peut être un moteur d'apprentissage. Pour les auteurs, l'utilisation des rapports RSE pourrait être liée aux deux processus dynamiques : l'apprentissage social d'entreprise et l'adaptation sociale d'entreprise. Comme le montre la figure 22, d'une part, l'utilisation interactive des rapports RSE, c'est-à-dire le processus d'apprentissage organisationnel en double boucle, peuvent contribuer à la performance organisationnelle en favorisant la capacité d'amélioration des processus d'apprentissage. D'autre part, la simple utilisation diagnostic des rapports RSE ne peut contribuer au développement organisationnel.

**Figure 22 : Reporting RSE et apprentissage organisationnel**



Source : Gond et Herrbach (2006), page 368.

Le moyen principal d'exercer cette influence attribuée aux fonds ISR est à travers les liens de gouvernance, interface unique entre fonds d'investissement et entreprises. Il s'agit d'une relation basée sur l'échange d'informations. L'information extra-financière nécessaire pour

toute activité ISR ou RSE rend le volume des informations échangées plus riche. De plus, la nature enrichie, notamment avec l'introduction de données qualitatives, des informations échangées permet aux deux parties de mieux profiter de cet échange d'informations.

D'après notre cadre théorique, et notamment la KBV, nous pouvons interpréter cette influence par un effet de boucle d'apprentissage organisationnel entre entreprises et investisseurs institutionnels (Argyris, 1982) : en se basant sur l'analyse de la double boucle par Argyris, nous pouvons stipuler que, à leur tour, les fonds ISR devraient être influencés par le « feedback » des entreprises, une dimension qui semble avoir été négligée par les chercheurs jusqu'à présent.

La validation de l'hypothèse d'un lien d'apprentissage entre fonds ISR et entreprises serait importante pour les personnes directement concernés, c'est-à-dire les Asset Managers des fonds ISR. L'intégration d'une notion à long terme comme la RSE dans la gestion du portefeuille courant, transforme effectivement les pratiques des fonds : élaboration d'indices plus compliqués, notation extensive, etc. La maturité du concept d'investissement responsable étant démontrée par la création des indices Dow Jones Sustainability et FTSE4Good (Cowton, 2004) la transformation du métier n'est peut-être pas loin.

Malheureusement les travaux de recherche pour cette thèse se heurtent à l'obstacle majeur du caractère fermé des fonds l'investissement, ISR ou autre (Du Boys, 2003). En effet les fonds d'investissement qui proposent des produits ISR, tout comme le secteur financier en général d'ailleurs, semblent souffrir d'une forte aversion pour le dévoilement de leurs mécanismes organisationnels. Alors pour examiner cet effet de double boucle, on décide de focaliser sur deux aspects des fonds ISR qui devraient avoir été impactés les premiers, et cet impact devrait être le plus facile à discerner :

- Via l'effet de double boucle, la structure organisationnelle des fonds qui proposent des produits ISR devrait changer, en démontrant des signes d'application des principes que cherchent à promouvoir les fonds ISR chez les entreprises.
- Via l'effet de double boucle, les fonds qui proposent des produits ISR devraient commencer d'établir des codes de conduite, tout comme les codes de conduite que les fonds ISR cherchent à promouvoir chez les entreprises.

Smith (2007) souligne que l'entreprise utilise la publicité pour sensibiliser le public afin d'améliorer son image. L'adoption de la RSE dans la publicité présente un avantage durable face aux concurrents grâce à une meilleure apparence. Il s'agit d'un avantage intangible et difficile à reproduire. Les concurrents qui cherchent à rattraper la compétence en matière de RSE d'une autre entreprise vont mettre du temps pour fidéliser la clientèle ou pour cultiver la confiance gouvernementale. Une image publique positive impacte non seulement sur l'augmentation des ventes mais aussi elle amène une plus grande satisfaction des employés, une attraction de nouveaux investisseurs et les exonérations fiscales. Les avantages en matière de RSE manifestent un avantage concurrentiel durable.

Deux recherches légitiment notre utilisation de KBV puisque elles montrent un intérêt important à étudier ces aspects du contexte de l'ISR. Ferrary (2006) propose d'appliquer l'apprentissage organisationnel pour étudier les réseaux d'investisseurs de capital risque ; tandis que Burchell et Cook (2008) l'appliquent au dialogue entre l'entreprise et ses stakeholders.

A noter que cette hypothèse de recherche est aussi intéressante pour le consommateur final de produits financiers responsables : un potentiel de différenciation des fonds ISR des autres fonds (ou une boucle d'apprentissage n'existerait pas) pourrait être un fort moyen d'incitation pour placer son épargne dans un fonds ISR (O'Rourke, 2003). Cela permettrait également aux économistes de rapprocher l'influence ISR des investisseurs institutionnels de l'influence ISR des investisseurs tout court (individuels et institutionnels).

#### **Hypothèse 5a :**

*Le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

#### **3.2.3.3. Apprentissage via mobilisation du réseau RSE**

Cohen et al. (2008) étudient 1648 fonds d'investissement actions et 2501 asset managers pendant une période de janvier 1990 à décembre 2006. Leur objectif était de mesurer l'impact des réseaux sociaux sur la performance des fonds. Ils focalisent sur les réseaux des anciens de 5 grands universités américaines. Leurs résultats confirment que les asset managers préfèrent les actions des entreprises dont les conseils d'administration sont des anciens camarades de classe, et que cette préférence se traduit par une meilleure performance. Ils remarquent aussi

que cette performance est concentrée autour des dates d'annonce d'événements ; ils remarquent aussi que, quand un nouvel asset manager remplace un ancien, il remplace également les placements existants par des nouveaux placements issus d'entreprises dont les conseils d'administration leur sont familiers à travers leurs réseau universitaire.

Dans le cadre de notre recherche, nous nous basons sur cet article pour formuler l'hypothèse que les asset managers gérant des fonds ISR se comportent de la même façon. Les travaux de Penalva-Icher (2006) nous ont déjà démontré que les gérants de fonds ont dû suivre des cours ou des séminaires spécialisés pour se mettre au niveau pour pouvoir gérer l'information extra-financière : initiation aux concepts RSE, au reporting extra financier, au screening, aux pratiques acceptables d'engagement et de dialogue. De même pour les analystes à l'intérieur des agences de notation (Giamporcaro-Saunière, 2006). Or ce genre de formations n'est pas réservé à une SGP. Au contraire elles se font en partenariat avec les universités (ou les grandes écoles dans le cas français) et on peut rencontrer des « spécimens » du monde des entreprises qui s'y sont rendus pour se mettre à niveau par rapport aux mêmes problématiques : RSE, reporting, valorisation, « *triple bottom line* » etc. Nous avons donc un lieu possible pour la création des réseaux que Cohen et *al.* (2008) décrivent et dont ils prouvent l'efficacité. Autrement dit, les gérants de fonds ISR disposent d'un avantage compétitif par rapport aux gérants des fonds traditionnels qui n'ont pas cette opportunité supplémentaire de participer à un réseau et d'en profiter.

**Hypothèse 5b :**

*La mobilisation des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

### Section 3.3 : Hypothèses liées au fonctionnement des SGP

Hervé (2006) étudie la performance de 697 fonds de pension britanniques pendant une période de 18 ans, de janvier 1986 à novembre 2004. Puisqu'il étudie des fonds des pensions ses résultats ne nous sont pas utiles mais ses références par rapport aux familles de fonds présentent un intérêt pour nous. Il nous rappelle que 80% des fonds appartiennent à des familles de fonds et il nous explique les raisons pour lesquels l'industrie des OPCVM s'est structurée de cette manière :

- Economies d'échelle en termes de distribution, de services et de promotion.
- Flexibilité dans l'allocation des ressources humaines ou de recherche entre les fonds.
- Effets de réputation liés aux familles.
- Diminution des coûts de recherche pour les investisseurs (effet marque).

Il note que les avis sont partagés quant à la coordination à l'intérieur des fonds. D'une part nous avons l'interprétation des tournois qui stipule qu'à l'intérieur d'une famille de fonds les asset managers se font concurrence, incités par des bonus de performance. D'autre part, nous avons l'interprétation des subventions qui stipule que les fonds les moins performants sont subventionnés par les fonds les plus performants : soit par une « allocation préférentielle » des coûts de transaction ; soit par la coordination de ces transactions dans un sens qui favorise un fonds au dépens de l'autre (« *opposite trades* »).

Encore plus importante pour notre recherche doctorale est sa revue de littérature par rapport à l'impact que la famille des fonds peut exercer sur la performance d'un fonds. Il rappelle qu'il y a de nombreux points auxquels nous pouvons porter une attention particulière :

- Il existe une relation entre la performance des fonds et les flux entrants et sortants de fonds.
- Les flux d'argent entrants et sortants d'une famille ne sont pas indépendants. Chaque famille essaie d'avoir un fonds vitrine (« *star fund* ») qui « *attire de l'argent pas seulement pour lui-même mais aussi pour les autres fonds de sa famille* » (p. 8).
- Cela incite à un favoritisme envers certains fonds qui se manifeste par une allocation inégale des ressources.

- La ressource la plus manipulable est le capital humain : les familles de fonds peuvent influencer un fonds, soit en changeant son gérant de fonds, soit en opérant des substitutions dans les membres des équipes qui gèrent les fonds.

Moussavou (2006) étudie les familles de fonds français et la performance des fonds qu'ils gèrent. Il identifie neuf variables pour modéliser l'impact de l'organisation des familles de fonds sur les fonds qu'ils gèrent. Par la suite il construit l'hypothèse que le contexte de la SGP, sa structure et les interactions des acteurs à l'intérieur de son organisation ont un impact significatif sur la performance des fonds gérés. Nous reformulons de façon synthétique ces variables et les hypothèses qui en découlent dans le tableau qui suit :

**Tableau 15 : Liste de variables concernant le rapport entre contexte de la SGP et performance des fonds**

Taille de la SGP	Contexte
Structure juridique de la SGP	
Degré de structuration	Structure
Degré de formalisation	
Degré de contrôle	
Degré de collégialité	
Type de leadership	
Niveau d'interaction interne	Interactions
Niveau d'interaction externe	

Source : adapté de Moussavou (2006)

Kempf et Ruenzi (2008) nous rappellent les trois raisons pour lesquels il faut s'intéresser aux tournois des SGP : la direction de la SGP s'y réfère pour choisir quel asset manager recevra une promotion ; ou quel asset manager fera l'objet d'une publicité pour attirer des nouveaux clients ; mais aussi parce que, avec les tournois, la SGP dispose des moyens pour rééquilibrer la performance entre ses fonds.

Ils nous rappellent les quatre grandes sources de références dans ce domaine : littérature sur la compétition intra-firme ; littérature portant sur les fonds d'investissement ; littérature portant sur les tournois au sein des entreprises ; et autres études ayant étudié les tournois de SGP. Ils

nous rappellent également que la quasi-totalité des asset managers profitent des évaluations biannuelles pour ajuster leur portefeuille (et donc leur exposition au risque).

Pour étudier les tournois au sein des SGP, Kempf et Ruenzi (2008) décortiquent 22 756 communications des SGP américaines émises pendant neuf ans, de 1993 à 2001. Ils trouvent qu'au sein des grandes familles, les gérants qui se trouvent à la fin du classement au milieu de l'année prennent davantage des risques afin de se rattraper. Au contraire, au sein des petites familles, c'est les gérants qui se trouvent en haut du classement au milieu de l'année qui prennent davantage de risque, afin de compléter leur salaire par la prime. Les ajustements se font beaucoup plus ressentir au sein des grandes familles et sont plus prononcés pour des fonds avec des frais importants. Ils sont moins prononcés quand un fonds est géré en équipe que pour des fonds gérés individuellement par un seul asset manager. Les auteurs sont pessimistes dans leur interprétation des résultats :

- Le risque des portefeuilles qui en résulte n'est pas optimal du point de vue des investisseurs individuels ;
- Le tournoi peut imputer au fonds des coûts de transaction considérables ;
- Le tournoi peut influencer négativement non seulement l'investisseur individuel, mais aussi la SGP elle-même ;
- Les tournois peuvent, dans leur ensemble, conduire ultérieurement à une déformation des prix dans le marché des actifs.

A notre connaissance il n'existe pas encore une étude liant taille de la SGP et rythme d'adoption et/ou offre des produits ISR. Cela voudrait dire que, pour transposer les résultats des auteurs sur le contexte de l'ISR, nous ne pouvons pas prédire l'impact de la taille de la SGP sur la performance des fonds ISR.

Par contre, étant donné qu'il faut rémunérer la recherche d'information extra financière, les frais des fonds ISR sont par définition plus élevés ; nous pouvons donc imaginer que les tournois auront un impact significatif sur les fonds ISR qui verront leurs frais ajustés de manière plus prononcée.

Avant de conclure cette sous-section, nous rappelons que les recherches antérieures présentées dans la section 1.3 ont, d'une part, mesuré le risque des portefeuilles ISR et ont conclu qu'il n'était pas significativement plus important que celui d'un portefeuille classique ;

et, d'autre part, mesuré que la performance des fonds ISR ces dernières années à été comparable à celle des fonds traditionnels ce qui signifie qu'il n'y a pas particulièrement des frais de transaction imputés. Alors la participation des fonds ISR aux tournois se traduit soit par une perte de compétitivité pour les SGP les adoptant ; soit une déformation généralisée des prix des actifs SR dans le marché.

### **3.3.1. Distribution des ressources au sein des SGP**

Drazin et Rao (2002) étudient 1532 fonds appartenant à 259 familles de fonds pendant une période de 9 ans, de 1986 à 1994. Déjà nous pouvons nous rendre compte que parler des familles de fonds est indispensable quand on parle des fonds d'investissement. Les auteurs précisent aussi que, parmi ces 1532 fonds, seulement 468 ne partageaient pas leur asset manager avec un fonds de la même famille.

#### **3.3.1.1. Le personnel en tant que ressource**

Barry et Starks (1984) théorisent comment les SGP choisissent un asset manager. Ils s'appuient sur la théorie de l'agence et le ratio de Sharpe pour identifier les conditions dans lesquelles une gestion d'actifs en équipe est optimale. Ils trouvent qu'il y a deux conditions : une forte spécialisation des asset managers sur une classe d'actifs ; et une forte diversification des compétences des asset managers.

Ils soulèvent également certains facteurs qui perturbent la relation SGP – asset managers : problèmes inhérents à l'évaluation à intervalle fixe ; divergence entre les positionnements des asset manager et des SGP face au risque, nombre de choix à la disposition des managers, asymétries d'information entre SGP et manager, et effet réputation des asset managers.

Drazin et Rao (2002) cherchent également à déterminer « *comment une famille de fonds choisit-elle un asset manager quand ils créent un nouveau fonds ?* » (p.612). Ils discernent deux façons selon lesquels les familles de fonds se développent : soit créer un fonds spécialisé dans le même type d'investissement qu'un autre fonds membre de la famille ; soit créer un fonds qui sera spécialisé dans un nouveau type d'investissement. Ils se posent donc également la question « *quand est-ce qu'une famille choisit de se diversifier ?* » Leurs résultats démontrent que, lorsqu'une famille de fonds est créée au sein d'une famille, le choix d'asset manager dépend de deux facteurs conflictuels : si un asset manager gère déjà un fonds

compliqué il a moins de chances de se voir encombré avec un deuxième ; par contre, si un asset manager gère déjà un fonds similaire, il a plus de chances de se voir encombré avec le nouveau fonds pour que la famille de fonds puisse profiter de son expérience.

En cas de création de nouveaux types de fonds avec lesquels les asset managers de SGP n'ont pas d'expérience, les familles de fonds se sont montrées disposés à embaucher des nouveaux asset managers. Cela nous incite à théoriser que l'introduction des fonds ISR, très récente en Europe comme on l'a vu, crée un influx de nouveau (voire jeunes) asset managers chez les SGP. Reste à voir si leur arrivée accélère ou entravera l'apprentissage au sein des fonds. Dans leur conclusion, les auteurs regrettent de ne pas avoir lié dans leur recherche ce partage de ressources avec une amélioration de performance, mais cela ne nous empêche pas de le faire dans la nôtre.

Bryant et Liu (2009) étudient la structure des SGP et son impact sur la performance de leurs asset managers. Leur échantillon est composé de 1619 fonds action américains gérés par 430 asset managers observés pendant une période de 3 ans, de 1999 à 2001. Ils prennent en considération 10 variables, dont la valeur des fonds nette des coûts de transaction, l'âge des fonds et le nombre d'années pendant lesquelles l'asset manager a géré son fonds. Leurs résultats indiquent que le risque de ses portefeuilles augmente quand un asset manager gère plusieurs fonds au sein d'une SGP. La tendance des gérants à prendre des risques est liée à leur ancienneté au sein de la SGP. Dès lors, focaliser sur un type de capitalisation augmente le risque d'un portefeuille. Pire, ce risque n'est pas accompagné par une augmentation significative de revenu pour les détenteurs du fonds.

Dans le cadre de l'ISR nous pouvons souligner les points suivants :

- Etant donné que le traitement de l'information extra-financière nécessite un traitement plus long, un asset manager n'aura pas le temps de gérer autant de fonds en parallèle, donc sa performance ne se sera pas impactée
- Puisque les fonds ISR sont relativement nouveaux, l'ancienneté des gérants n'est pas suffisamment importante pour augmenter significativement le risque de leurs portefeuilles.
- Les fonds ISR ne visent pas à priori un type de capitalisation particulier, donc en principe il n'y aura pas un impact négatif ; or comme nous l'avons constaté dans la

section 1.2 les fonds ISR ont un biais grand capitalisation. Leur performance donc risque d'être impactée.

Solis (2009) étudie la composition des portefeuilles de 18 fonds actions. Comme Cohen et *al.* (2008) il utilise aussi une approche réseau ; pour pouvoir traiter ses données il se limite volontairement à l'étude des dix premiers placements au niveau volume de chaque fonds. Ses résultats montrent que les réseaux des asset managers ont un effet significatif sur la performance des fonds. Son interprétation des résultats est qu'ils confirment les recherches antérieures ayant soulevé la possibilité d'impact. Il remarque également que les asset managers semblent afficher un comportement moutonnier. Cette remarque l'amène à mettre en cause la diversification des placements que les fonds revendiquent et donc la légitimité que cette dernière apporte tant qu'il n'y a pas une rotation importante d'asset managers (« *funds are not necessarily a tool for diversification and/or a superior investment strategy unless there's a high turnover on the composition of the holdings* »). L'article renforce donc notre vision de l'asset manager comme ressource à la disposition d'un fonds (ISR ou autre) ; et plus particulièrement comme une ressource importante, voire stratégique, que le fonds ISR doit maîtriser.

#### **Hypothèse 6a :**

*L'identification des compétences de gérants et/ou analystes constitue une compétence VRIO pour la SGP.*

#### **Hypothèse 6b :**

*L'identification des compétences des gérants et/ou des analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.*

### **3.3.1.2. Le partage des frais de recherche en tant que ressource**

Makadok (1999) identifie 2 types de coûts pour la SGP : coûts liés à la recherche, faite « maison » ou fournie par un analyste « *sell-side* », et coûts liés à la gestion du fonds (p. 940). Il explique que des économies d'échelle sont possibles pour les deux types de coûts : la recherche peut être partagée entre plusieurs fonds, tout comme les coûts de gestion liés au

back office, dont il détaille les responsabilités : comptabilité investissements, traitement des données et comptabilité actionnaires. D'une part il s'agit des tâches mécaniques et donc automatisables, et d'autre part des tâches qui n'augmentent pas proportionnellement avec les flux de capitaux gérés mais plutôt avec le nombre de clients et le nombre des titres dans le portefeuille du fonds.

Si nous transposons cet article à l'ISR, il nous permet de nous poser plusieurs questions : plus un fonds ISR attire des flux de capitaux moins les frais supplémentaires liés à la recherche des informations extra-financières seront-ils importants ? Quand un fonds ISR est géré en parallèle avec d'autres fonds au sein d'une même famille, bénéficiera-t-il des économies d'échelle ? Plus la famille est grande plus l'économie sera-t-elle importante ?

Makadok et Walker (2000) soulignent que les familles de fonds « subventionnent » leurs nouveaux fonds pendant les premières années. Par conséquent, ces nouveaux fonds des mêmes familles peuvent avoir un profit « de plus » par défaut. C'est pour cette raison qu'ils partagent cette « diminution de coût ».

#### **Hypothèse 7 :**

*Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

#### **3.3.1.3. La subvention publicitaire en tant que ressource**

Bollen et Busse (2004) remarquent également que cette surperformance n'est pas exploitable par l'investisseur individuel en raison des trois coûts supplémentaires engendrés : coûts administratifs liés au retrait d'un ancien fonds et à la souscription d'un nouveau fonds ; taxes pour la période de transition ; et éventuelles pénalités que les fonds imposent à ceux qui ne détiennent pas leurs parts pour une période minimum. Ces coûts agissent comme un moyen de dissuasion, empêchant les investisseurs individuels de changer de fonds. Les auteurs concluent que les flux de capitaux vers un fonds restent donc des facteurs externes, ce qui veut dire qu'ils peuvent distordre la vraie performance des fonds. Pour notre recherche nous retenons qu'attirer les flux de capitaux est une ressource pour un fonds d'investissement.

Or Makadok (1999) nous rappelle que les familles de fonds distordent les coûts des fonds gérés pour influencer la demande. Il suffit d'imaginer la SGP comme un vendeur dont le but

est de vendre un produit, c'est-à-dire des souscriptions au fonds qu'il gère. Un moyen efficace pour attirer des nouveaux clients est de baisser ses prix. Comment faire baisser le prix sans vendre à perte ? Il suffit d'imputer davantage de frais fixes aux autres produits. Les auteurs appellent cela la « *subvention* » (p.939) dont les SGP font cadeau aux nouveaux fonds au sein d'une famille. Nous pouvons donc imaginer que, le fonds ISR étant un nouveau type de fonds, il sera probablement subventionné par les SGP l'introduisant.

Il est donc possible d'imaginer que les autres fonds dans la même famille subventionnent les dépenses supplémentaires engendrées par un fonds ISR pour attirer une nouvelle clientèle afin de s'établir, améliorant ainsi sa performance. Il s'agit d'une prophétie auto-réalisatrice : avec la subvention des frais publicitaires, sa performance sera vraiment améliorée, au moins temporairement, jusqu'à ce qu'il y ait un flux de nouveaux capitaux suffisamment important pour rendre sa performance indépendante, émancipée de l'aide indirecte de la SGP (et involontaire des autres fonds).

#### **Hypothèse 8 :**

*Le budget publicitaire attribué par la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

### **3.3.2. La différenciation commerciale des SGP en tant que source de compétences**

Concernant la stratégie des familles de fonds, Hervé (2006) rappelle que, à long terme, une famille des fonds peut faire le choix stratégique de conserver un fonds sous-performant au lieu de le dissoudre ou de le transformer si elle a des raisons légitimes de croire que dans le futur il produira des performances attractives. Il rappelle également que :

- La performance d'un fonds dépend positivement du degré d'hétérogénéité entre les fonds d'une même famille. Moins un fonds partage des ressources avec les autres fonds de la même famille, moins il les subventionnera.
- Les familles ont deux choix pour attirer l'investisseur individuel : soit faire une concurrence par les prix avec les fonds des autres familles en baissant les frais de leurs fonds ; soit différencier leurs fonds vers des segments du marché moins exploités par leurs concurrents pour facturer des frais sans la contrainte de la concurrence.

Malgré le fait que l'auteur ne fait pas le saut logique nous le tentons ici à sa place : ultérieurement les familles de fonds ont intérêt à différencier leurs fonds. Comme ça ils évitent à la fois les guerres de prix et les subventions croisées.

Or la RSE se prête très bien pour cette approche : « *Les comportements des entreprises changent lorsque les préférences des consommateurs changent. La RSE existera aussi dans la mesure où le consommateur est prêt à payer pour cela.* » (Smith, 2007, p.190). Une SGP peut utiliser l'ISR pour réinventer son marché et déjouer ses concurrents et augmenter ses marges.

### **Hypothèse 9 :**

*La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

### **3.3.3. La gestion des fonds ISR en tant que levier d'apprentissage organisationnel**

Ennis (2008) propose un nouveau paradigme organisationnel qui éviterait les problèmes associés aux tournois. Le plus grand changement qu'il propose est la répartition des fonctions et responsabilités actuelles des asset managers entre deux personnes. Cependant il remarque que les évolutions récentes au sein des SGP sont un signe vers la bonne direction :

- Moins de séparation, plus de coopération entre les équipes travaillant dans de différentes classes d'actifs ;
- Développement des critères intra-classes d'actifs ;
- Allocation plus importante de ressources aux activités de gestion de portefeuilles généralisés ;
- Embauche de managers généralistes qui servent comme passerelle ;
- Embauche de managers dont les stratégies ne correspondent pas à la répartition d'actifs traditionnelle.

L'ISR se qualifie sans doute comme un pas vers cette dernière direction proposée. Cette idée de traiter des comme processus étant les ressources VRIO est reprise par de nombreuses recherches. Par exemple, Ray et *al.* (2004) rappellent que les effets d'un processus sont quantifiables étant que pourcentage de la performance de la firme ; que les ressources rares et

les processus uniques n'égalent ni un avantage compétitif ni la performance de l'entreprise. Hansen et *al.* (2004) proposent même de les séparer en deux catégories, productives et administratives. Cette dernière proposition est particulièrement adaptée à l'étude des fonds d'investissement étant donné que les compétences de son Conseil d'Administration sont radicalement différentes de celle de son SGP.

Se focalisant sur les capacités de prévision des asset managers des fonds mutuels, l'étude de Makadok et Walker (2000) confirme non seulement que la performance supérieure des fonds est liée étroitement à la compétence prévisionnelle (« forecasting ») des asset managers, mais aussi que la maturité du secteur a un impact sur le développement des compétences de forecasting de ces derniers :

D'abord, il existe un lien théorique clair entre les facteurs au niveau organisationnel et la compétence de prévision. Effectivement, les prévisions sont une partie essentielle du processus de planification de toutes entités économiques. Certains courants de la RBV (ex. Barney, 1986) soutiennent que la seule façon de gagner systématiquement une rentabilité économique supérieure est de prévoir la valeur future des ressources de l'entreprise avec plus de précision que ses concurrents sur le marché. Les fondements cognitifs de la prévision sont inévitablement situés dans un réseau organisationnel spécifique des informations et des ressources, ainsi que dans un ensemble d'attentes organisationnelles concernant la performance (cf. March et Simon, 1958). Ainsi, la compétence de prévision de toutes organisations doit être déterminée dans une large mesure par la structure et les processus de l'organisation elle-même.

Ensuite, concernant la gouvernance des fonds, les auteurs constatent que les fonds appartiennent toujours à « une famille élargie » (Makadok et Walker, 2000, p.856). Le contexte organisationnel dans lequel les décisions d'investissement sont prises pour un fonds s'étend presque indissolublement à l'entreprise de services financiers qu'il administre. Même quand le fonds est une société juridiquement distincte (SICAV), chaque fonds est situé institutionnellement au sein d'une plus grande organisation de services financiers, appelée « famille de fonds », qui fournit aux fonds des services d'exploitation. Les gérants de portefeuille de différents fonds au sein d'une famille se réunissent typiquement pour discuter des idées et politiques d'investissement et pour fixer des objectifs de performance en collaboration avec la direction. La famille de fonds, comme une organisation, constitue donc une grande partie du réseau d'information et de ressources qui influent sur les décisions de

chaque fonds. Les résultats empiriques de la recherche montrent qu'il existe un partage de compétences au sein d'une famille de fonds dans plus de 88% de cas. De plus, un total de 96% de gérants de portefeuille signale que le processus de choix de portefeuille mobilise des ressources organisationnelles. Autrement dit, le nombre de cas où les gérants de portefeuille construisent un portefeuille uniquement à partir de leurs capacités individuelles, sans la contribution du reste de l'organisation, est très rare.

Pour tester ces hypothèses, Moussavou (2006) étudie un échantillon de 324 OPCVM à l'aide d'une déclinaison du ratio Sharpe. Il complète son étude avec 15 entretiens de gérants de fonds au sein de 59 SGP gérant 500 milliards partagés entre 3 253 OPCVM, ce qui à l'époque représentait 76% des OPCVM de la bourse de Paris. Il trouve que la performance d'un fonds dépend de deux facteurs : de la composition de l'équipe de gestion du fonds et du réseau des relations qu'entretiennent les gérants des fonds avec les entreprises. Il conclut donc que la performance des fonds dépend de l'intensité avec laquelle les gérants de fonds échangent des informations et/ou de savoir-faire avec l'intérieur et l'extérieur de la SGP.

Cette recherche nous est triplement utile : elle rappelle l'importance des SGP et des familles de fonds (section 3.3) ; elle rappelle l'impact de l'échange de savoir-faire avec les acteurs à l'extérieur de la SGP (section 3.2.3) ; et enfin elle souligne l'impact de l'échange de savoir-faire avec les acteurs à l'intérieur de la SGP. L'ISR étant un secteur relativement nouveau qui comporte des compétences différentes, nous pouvons présumer qu'internaliser les pratiques SR et développer des produits ISR nourrira des nouvelles compétences au sein des SGP.

Dès lors, nous avons l'hypothèse suivante :

**Hypothèse 10 :**

*L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*



## Section 3.4 : Synthèse des hypothèses

Dans les deux sections précédentes nous avons cherché à identifier les ressources et compétences stratégiques des fonds ISR, ainsi que les processus leur permettant de transformer ces derniers en avantage compétitif. Nous les résumons dans le tableau 16 : la première colonne représente les hypothèses liées à l'information extra-financière, tandis que la seconde représente les hypothèses focalisées sur le rôle des SGP. L'objectif de cette sous-section est de les synthétiser.

Cependant, pour synthétiser ces hypothèses d'une façon cohérente avec le cadre théorique de la RBV annoncé ci-dessus, nous choisissons de les présenter d'une façon horizontale. De cette manière nous regroupons les ressources et compétences stratégiques des fonds ISR d'abord et les processus leur permettant de transformer ces derniers en avantage compétitif par la suite.

### Hypothèses liées aux ressources à la disposition des fonds ISR

#### Hypothèse 1 :

*L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

D'après notre revue de la littérature, l'utilisation de l'information extra-financière est ce qui différencie les fonds ISR des fonds traditionnels. D'après l'approche KBV une information peut constituer une ressource. L'information extra-financière pourrait donc être une ressource VRIO pour les fonds ISR : elle remplit certainement le critère de *valeur* puisqu'elle est indispensable pour le processus de sélection d'un portefeuille éthique. Elle semble remplir le critère de *rareté* parce qu'il n'existe pas tellement d'agences de notation extra-financière et les équipes d'analystes buy-side spécialisés ISR ne sont pas encore très répandues. Elle semble remplir le critère d'*organisation*, puisque les SGP ont sans doute dû s'adapter pour l'intégrer. Seul le critère d'*inimitabilité* pourrait éventuellement poser problème mais, en l'état actuel, le marché est encore neuf et les processus de traitement des informations extra-financières par les agences et/ou les SGP ne sont pas encore divulgués. Nous formulons donc l'hypothèse que l'information extra-financière pourrait être une ressource VRIO dont l'utilisation pourrait être responsable de l'avantage compétitif dont disposent les fonds ISR par rapport à leurs « concurrents » traditionnels.

**Tableau 16 : Synthèse des hypothèses**

	<b>Hypothèses liées à la nature de l'information extra-financière et ses conséquences</b>			<b>Hypothèses liées au fonctionnement traditionnel des SGP</b>		
<b>Ressources spécifiques</b>	<b>H1</b>	L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	Connaissance	<b>H6a</b>	L'identification des compétences de gérants et/ou analystes constitue une compétence VRIO pour la SGP.	Compétence
	<b>H2</b>	Les compétences des analystes buy-side constituent une ressource VRIO pour leurs fonds ISR.	Compétence	<b>H6b</b>	L'identification des compétences des gérants et/ou des analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.	Processus
	<b>H3</b>	Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.	Compétence	<b>H7</b>	Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	Ressource
				<b>H8</b>	Le budget publicitaire attribué par la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	Ressource
<b>Leviers stratégiques</b>	<b>H4</b>	Le processus de sélection plus long constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Processus	<b>H9</b>	La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Capacité
	<b>H5a</b>	Le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Processus	<b>H10</b>	L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Processus
	<b>H5b</b>	La mobilisation des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Capacité			

**Hypothèse 2 :**

*Les compétences des analystes buy-side constituent une ressource VRIO pour leurs fonds ISR.*

Cette information extra-financière est traitée en interne par des analystes buy-side. Ce sont leurs compétences qui permettraient aux fonds ISR de profiter de cette ressource importante. Alors nous pouvons considérer que ces compétences constituent elles-mêmes des ressources pour les fonds ISR. Le critère de *valeur* est rempli avec les économies en agences de notation et avec l'éventuelle surperformance qu'apporte un analyste maison. Le critère de *rareté* l'est par la longue formation que nécessite le métier d'analyste. Notre recherche cherche à voir s'ils remplissent les critères d'*inimitabilité* et d'*organisation*.

**Hypothèse 3 :**

*Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.*

Jumelé à l'hypothèse précédente, cette hypothèse traite des compétences des gérants de fonds. En suivant la même logique quant à la formation longue requise pour exercer le métier, nous pouvons faire l'hypothèse qu'ils remplissent le critère de *rareté*. De plus ils remplissent le critère d'*organisation* par définition, puisque c'est eux qui gèrent le fonds. Etant donné les recherches en finance comportementale que nous avons présentées ci-dessus, les critères de *valeur* et d'*inimitabilité* ne devraient pas poser problème non plus.

Cependant, les recherches contradictoires concernant la performance des fonds ISR, nous poussent à nous poser des questions concernant le critère de *valeur* tandis que les arguments en faveur de la gestion passive nous font douter du critère d'*inimitabilité*. Notre recherche s'efforce donc de savoir s'ils remplissent ces deux critères comme le voudrait la finance comportementale et donc de valider cette hypothèse.

**Hypothèse 6a :**

*L'identification des compétences de gérants et/ou analystes constitue une compétence VRIO pour la SGP.*

Puisque les compétences des gérants et/ou analystes semblent être des ressources importantes, la capacité d'identifier ces compétences est ce qui différenciera une SGP d'une autre. Puisque notre objectif n'est pas d'identifier les ressources VRIO pour les SGP en général mais de se

focaliser sur les fonds ISR, nous nous contenterons d'étudier globalement quand et comment se fait cette évaluation : par exemple au moment de l'embauche ou après, par le biais des contrôles et/ou des incitations, monétaires ou autres, etc.

### **Hypothèse 6b :**

*L'identification des compétences des gérants et/ou des analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.*

Nous avons vu que, certes, les compétences des analystes et/ou des gérants associés avec un fonds peuvent en constituer des ressources mais, en fin de compte, c'est la SGP qui décide de l'attribution de la « main d'œuvre », certes spécialisée, à chaque fonds. C'est donc la SGP qui détermine la *rareté* et l'*organisation* des compétences. Puisqu'il s'agit des compétences hautement spécialisées, le critère d'*inimitabilité* se remplit presque de facto. Quant au critère *valeur* celui-ci est relatif à la façon dont les analystes et les gérants sont rémunérés – une façon qui pour la plupart des SGP est directement liée à la performance des fonds. Notre hypothèse est donc qu'il s'agit d'une compétence VRIO puisqu'elle remplit sur le plan théorique les quatre critères.

### **Hypothèse 7 :**

*Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

Nous avons évoqué la possibilité que les grandes familles de fonds ont de mutualiser des frais liés à la gestion de leurs fonds. Nous avons également évoqué des recherches qui ont souligné que, toujours dans des familles de fonds, les fonds déjà existants épaulent le poids du développement des nouveaux fonds. Les fonds ISR sont relativement récents, nous pouvons donc supposer que ce phénomène y est applicable.

Si c'était le cas, il s'agirait d'une mutualisation restreinte (*rare*) de la *valeur* des ressources et des compétences à la disposition des fonds ISR. De plus, comme nous l'avons expliqué ci-dessus, cette situation n'est applicable que pendant la période initiale, quand le nouveau fonds est en train de s'établir. Il s'agirait donc d'une situation *inimitable*, à n'exploiter qu'une seule fois. Il est donc difficile de baser sa stratégie de croissance dessus. Il faudrait donc vérifier si cette mutualisation se fait de façon systématique, ayant fait l'objet d'une *organisation*, pour qu'elle puisse remplir tous les critères d'une ressource VRIO.

### **Hypothèse 8 :**

*Le budget publicitaire attribué par la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

Nous avons également vu que les trois principales variables influençant la performance d'un fonds traditionnel sont les compétences du gérant, la qualité de l'information financière et le flux de capitaux. Ayant déjà construit des hypothèses concernant les deux premières, cette nouvelle hypothèse est liée avec la troisième variable : nous nous alignons sur la logique des auteurs précédents qui considèrent que l'entrée des capitaux, en d'autres mots l'épargne des consommateurs, est une ressource de *valeur* pour les fonds d'investissement. C'est une ressource relativement *rare* les fonds d'investissement se font concurrence pour l'attirer. Mais elle n'est pas *inimitable* – peu importe la provenance des fonds, ils seront utilisés de la même façon pour construire un portefeuille d'actions.

En même temps, l'effort alloué pour attirer cette épargne remplit les critères de *valeur*, *rareté* et d'*organisation*. La commercialisation des SICAV et FCP traditionnels date de plusieurs années, et les fonds ont eu le temps de s'organiser pour exploiter cette ressource. Or les fonds ISR sont un type de fonds relativement nouveau ; leur commercialisation est récente et les techniques marketing qu'ils utilisent n'ont pas eu encore le temps de se faire copier. Nous pouvons établir l'hypothèse que le marketing lié à sa promotion n'a pas été encore imité, qualifiant donc ce troisième critère d'*inimitabilité*, et rendant le budget publicitaire du fonds une ressource VRIO.

## **Hypothèses liées aux leviers stratégiques des fonds ISR**

### **Hypothèse 9 :**

*La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Notre première hypothèse liée aux leviers stratégiques qui permettent aux fonds ISR de mettre en valeur leurs ressources VRIO est étroitement liée aux deux hypothèses précédentes. Ainsi nous faisons l'hypothèse que c'est grâce à cette tendance à l'élargissement permanent des familles des fonds que les fonds ISR ont trouvé l'opportunité de s'établir et de profiter des ressources potentielles de H7 et H8.

**Hypothèse 10 :**

*L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Notre deuxième hypothèse concernant les leviers stratégiques des fonds ISR est liée au partage des connaissances et compétences entre les praticiens au sein de la famille des fonds. Cette hypothèse s'inspire des approches KBV et des Capacité Dynamiques. Sous l'hypothèse qu'il y ait un partage entre analystes et/ou gérants, leurs compétences – potentiellement des ressources VRIO pour les fonds ISR selon les Hypothèses H2 et H3 - devraient s'améliorer.

**Hypothèse 4 :**

*Le processus de sélection plus long constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Cette hypothèse met l'accent sur le processus opérationnel spécifique des fonds ISR qui les distingue des fonds traditionnels pour expliquer l'exploitation et la mise en valeur de leurs ressources VRIN les transformant en VRIO : la prise en considération de l'information extra-financière à côté de l'information financière nécessite que les analystes prennent plus de temps pour compiler leurs rapports et les gérants de fonds plus de temps pour prendre leurs décisions. Le processus est davantage complexe et riche. Grâce à cette complexité ils ont davantage d'opportunités de développer leurs compétences qui, d'après H2 et H3, constitueraient des ressources VRIO pour les fonds.

**Hypothèse 5a :**

*Le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Notre avant-dernière hypothèse pour cette sous-section prend en considération tant les arguments de la finance comportementale concernant les compétences des gérants de fonds que l'argument des liens ISR-RSE. D'une part, comme nous l'avons expliqué ci-dessus, des recherches ont prouvé que le réseau des gérants a une influence non-négligeable sur la performance des fonds qu'ils gèrent. Nous faisons donc l'hypothèse que, en engageant un processus de dialogue avec les entreprises, les gérants élargissent et/ou renforcent leurs réseaux, ce qui devrait se traduire par à une amélioration de performance. D'autre part, nous

avons vu dans la section 1.3 que certains chercheurs interprètent la surperformance des fonds ISR comme le résultat de la surperformance des entreprises pratiquant la RSE. Or, à travers les relations entre fonds et entreprises - tels qu'activisme, engagement ou lobbying, toutes des pratiques revendiquées par les fonds ISR - il existe la possibilité pour que les fonds ISR puissent entrer en contact avec la source de l'avantage compétitif des entreprises responsables et se l'assimiler par un processus d'apprentissage inter-organisationnel. En d'autres termes, ce contact avec la RSE serait la source de l'avantage compétitif des fonds ISR.

Ces deux hypothèses sont difficiles à vérifier – c'est pour cette raison que nous formulons l'hypothèse de façon plus modeste : le dialogue des fonds ISR avec les entreprises est un processus VRIO pour l'entreprise. La finance comportementale a déjà remarqué que ce dialogue apporte de la *valeur*, et il se peut que cette valeur soit multipliée par un effet d'apprentissage. Le critère de *rareté* est, en principe, également rempli : d'une part, les entreprises sont très prudentes quant à leur communication officielle ; d'autre part, les gérants de fonds ont un temps limité et ne peuvent pas s'engager à un dialogue permanent. Le critère d'*inimitabilité* peut poser problème parce qu'engager un processus de dialogue avec des entreprises est quelque chose que, au moins en principe, tout fonds de taille adéquate peut faire. Donc notre partie empirique examinera si l'*organisation* des fonds ISR peut le mettre suffisamment en valeur et le différencier suffisamment des fonds traditionnels afin de remplir les critères d'inimitabilité.

#### **Hypothèse 5b :**

*La mobilisation des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Cette dernière hypothèse réitère les arguments d'apprentissage inter-organisationnel, cette fois appliquées au contexte, non pas du dialogue fonds-entreprises, mais des formations, des conférences, des collaborations, des road-shows et d'autres activités utilisés pour promouvoir l'ISR. Tandis que d'autres chercheurs (Dejean, 2006 ; Penalva-Icher, 2006) se concentrent sur les effets de légitimation et d'institutionnalisation de l'ISR, notre hypothèse est que ces événements qui servent comme lieux de rencontres entre gérants de fonds et managers d'entreprises renforcent les réseaux des gérants et donc, d'après la finance comportementale, leur performance. Notre partie empirique examinera si l'organisation des fonds ISR peut

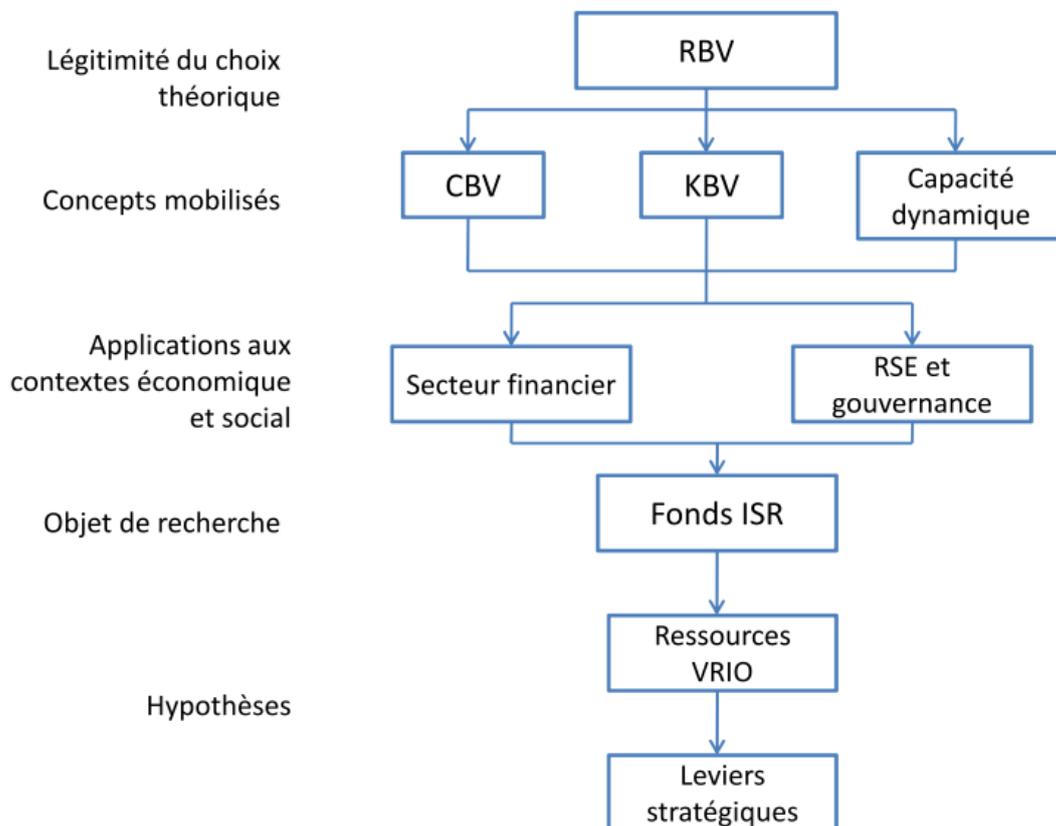
mettre ce processus suffisamment en valeur et le différencier suffisamment des fonds traditionnels.

Cette synthèse constitue la fin de notre partie théorique.

## Synthèse de la partie théorique

Dans cette première partie dite théorique, nous avons présenté notre objet de recherche, le cadre théorique que nous utiliserons pour l'aborder et nous avons construit un jeu d'hypothèses 2X2. Nous concluons cette partie théorique par le schéma procédural ci-dessous (figure 23).

**Figure 23 : Construction de la partie théorique**



Dans le premier chapitre, nous nous sommes concentrés sur une présentation de notre objet de recherche, les fonds de l'ISR. Nous avons d'abord désigné le portrait de l'ISR sous une optique multidisciplinaire. Cette confrontation d'arguments nous a incités à étudier les manifestations des fonds ISR en quatre dimensions : définitions, acteurs impliqués, discours et pratiques. Enfin, les résultats contradictoires des recherches antérieures portant sur la performance de l'ISR nous a fait découvrir un décalage entre théorie et pratique.

Dans le deuxième chapitre, nous avons désigné le cadre théorique avec lequel nous avons pu élaborer l'ensemble de nos réflexions sur l'objet de recherche. Nous avons fait l'hypothèse que les fonds ISR disposent des ressources, compétences connaissances et processus stratégiques qui expliquent leur surperformance par rapport aux fonds traditionnels. Puisque nous avons choisi d'étudier les fonds ISR en privilégiant leur aspect stratégique, nous avons choisi l'approche RBV, en soulignant la légitimité d'emprunter cette théorie issue des sciences de gestion pour étudier un objet de recherche appartenant à la discipline de la finance. Nous avons ensuite survolé les applications des concepts mobilisés par cette théorie (CBV, KBV, Compétences Dynamiques) pour étudier le secteur financier et à la RSE, dans le but de définir les « caractéristiques industrielles » qui nous serviront pour notre étude empirique.

Dans le troisième chapitre, nous avons construit un jeu d'hypothèses qui nous guidera d'abord pour identifier les ressources stratégiques des fonds ISR et ensuite pour déduire les leviers dont les fonds ISR disposent pour mobiliser ces ressources à leur avantage. En interprétant les éléments étudiés à travers le prisme de la RBV, nous avons pu établir dix hypothèses séparés en deux catégories : celles liés à l'aspect socialement responsable des fonds ISR et celles liés aux familles auxquelles appartiennent les fonds ISR.

Nous pouvons maintenant passer à la partie empirique de notre recherche. Nous présentons d'abord notre méthodologie pour étudier le terrain, par la suite les résultats obtenus et enfin la comparaison avec notre jeu d'hypothèses qui nous permettra de tirer des conclusions.

## **PARTIE II**

# **PARTIE EMPIRIQUE : METHODE, RESULTATS ET DISCUSSION**



La deuxième partie, dite empirique, commencera par le chapitre 4 qui précise et justifie la nature de notre questionnement, à la fois disciplinaire et épistémologique, et le choix méthodologique ainsi que les démarches effectuées dans cette recherche exploratoire. Les données empiriques ont été collectées par les entretiens exploratoires et les études des documentations. Elles ont été ensuite traitées et analysées de façon qualitative sur les contenus. L'ensemble des résultats seront présentés dans le chapitre 5 : L'analyse de contenu est décortiquée en premier ; les entretiens sont invoqués par la suite pour soutenir ou clarifier ou appréhender des parties où l'analyse du contenu présente des lacunes ou des contradictions. Nous terminerons ce chapitre en comparant ces résultats empiriques à nos hypothèses construites à la fin de la première partie. Cette confrontation théorie-pratique permet au chapitre 6 de déboucher sur une réflexion sur les plans théorique et empirique : comparer les résultats interprétés aux leviers stratégiques potentiels identifiés en premier lieu ; opérationnaliser les résultats de cette recherche sous forme d'enseignements et propositions pour la stratégie des fonds ISR par la suite. Ces conseils suivront l'ordre de la première partie, c'est-à-dire qu'ils vont d'abord s'adresser aux fonds eux-mêmes, puis aux SGP et finalement aux entreprises qui pratiquent la RSE.

Nous concluons ce travail par un rappel du projet, des apports principaux à la fois théoriques et empiriques, des ouvertures de recherche pour les chercheurs intéressés à l'idée d'approcher davantage la stratégie et autres disciplines avec la finance et l'investissement SR. Nous soulignerons également les limites de cette recherche tant sur le fond que sur la méthodologie.



## Chapitre 4 : Légitimités épistémologique et méthodologique

Ce chapitre est consacré à préciser la légitimité de notre projet sous la forme de la triade « *cadre épistémologique X stratégie de la recherche X Instrumentation* », proposée par (Giordano et Jolibert, 2008). Nous présentons d'abord les positionnements épistémologique et disciplinaire de notre projet, la formulation de l'objet de recherche, ainsi que la construction de cette recherche exploratoire dans l'approche qualitative (section 4.1). Nous précisons successivement nos démarches opérationnelles concernant la collecte des données (section 4.2) et l'analyse des données qualitatives (section 4.3). Nous insistons également sur la justification des critères de scientificité, tels que la fiabilité et la validité de cette recherche dans chaque étape du déroulement de ce projet.



## **Section 4.1 : Positionnement et mise en route de la recherche**

La première étape dans la définition du projet de recherche, selon Avenier et Gavard-Perret (2008), est systématiquement la spécification du référentiel épistémologique dans lequel nous inscrirons cette recherche. Ce questionnement fondateur nous permet d'éclairer la nature de la connaissance produite, les moyens de l'élaborer, ainsi que la valeur de cette connaissance produite (section 4.1.1), notre positionnement disciplinaire (section 4.1.2). Nous spécifions à la fin de la section le processus de la formulation de notre objet de recherche (section 4.1.3).

Dans cette première section, nous montrons l'ensemble des idées de l'organisation du projet et les grands principes en termes d'épistémologie et de méthodologie. Nous soulignerons aussi notre positionnement par rapport à la discipline et la fiabilité de notre recherche qualitative.

### **4.1.1. Positionnement épistémologique**

La spécification du référentiel épistémologique dans lequel le chercheur inscrira sa recherche est un acte fondateur, qui portera à conséquence sur l'ensemble de la recherche : notamment sur le déroulement du processus, sur la nature des savoirs élaborés au cours de la recherche et sur le statut qui leur sera attribué.

Notre étude de la constitution des connaissances valables (Piaget, 1967, p.6) en sciences de gestion s'inscrit dans une épistémologie post-positiviste (Avenier et Gavard-Perret, 2008), parce la progression de notre observation de l'objet de recherche ainsi que notre connaissance produite sont engendrées à partir les trois hypothèses fondamentales (l'existence d'un réel indépendant, ses formes de détermination, le détachement dualiste objet-sujet).

Néanmoins, puisqu'il n'est pas toujours possible de saisir pleinement et parfaitement la réalité dans sa globalité, c'est-à-dire l'ensemble de ressources stratégiques des fonds d'ISR, nous devons alors nous contenter de l'approcher « au plus près » en identifiant une série de ressources plus significatives qui nous permettent ensuite d'explorer les leviers pour les stratégies de fonds d'ISR. Autrement dit, dans ce paradigme post-positiviste nous essayons de tout mettre en œuvre pour tendre vers une objectivité maximale et, notamment, contrôler le plus précisément possible les conditions dans lesquelles il réalise notre recherche, et

spécialement la collecte de données, de manière à nous assurer le plus possible de l'objectivité de ce travail.

Ce choix épistémologique nous permet, tout au long de ce projet, de suivre deux grands principes au niveau opérationnel de la mise en œuvre, le « design » recherche (Avenier et Gavard-Perret, 2008). D'abord, parce que nous sommes dans la démarche cartésienne de division ou décomposition analytique « en autant de parcelles qu'il se pourrait pour mieux résoudre (chacune des difficultés) », et de « réduction du problème à sa plus simple expression », la mise en œuvre de ce principe suppose que le réel connaissable soit décomposable en parties, et que ces parties soient également connaissables. Ensuite, nous mettons une adaptation à l'hypothèse causaliste de détermination naturelle. Il s'agit du principe de raison suffisante selon lequel « *rien n'arrive jamais sans qu'il y ait une cause ou du moins une raison déterminante* ». Ce principe a une hypothèse implicite forte sur le caractère naturel de la logique formelle déductive et des raisonnements de type syllogistique.

En suivant cette approche déductive qualifiée d'hypothético-déductive, nous avons l'objectif de tester, par le biais d'hypothèses, la théorie de la RBV et de la KBV et de mettre à l'épreuve dans des situations particulières, le choix de notre objet de recherche c'est-à-dire les fonds de l'ISR, un certain nombre de connaissances développées préalablement (les ressources rares qui permettent aux ISR d'avoir un avantage compétitif ainsi que les leviers stratégiques).

#### **4.1.2. Positionnements disciplinaires**

Nous nous rappelons que la recherche en stratégie est contrôlée constamment par deux puissants ancrages : l'épreuve du terrain et le travail épistémique (Martinet, 2000).

Martinet (2000) indique que la plupart des contributions du champ de pensée stratégique peuvent se situer aux « cinq logiques fondamentales esquissées par des « attracteurs » qui sont « référentiels gouvernés chacun par une logique dominante » : les télé- éco- socio- techno, noo-logiques et l'idéologique ». En nous appuyant sur cette distinction disciplinaire, ce projet de recherche se positionne au pôle de la techno-logique qui « *gouverne les démarches fondées sur les ressources, les compétences, le savoir-faire, le patrimoine technique, la plateforme sur lesquels la stratégie doit se construire, par capitalisation, dans la durée* » (Martinet, 2000, p.118).

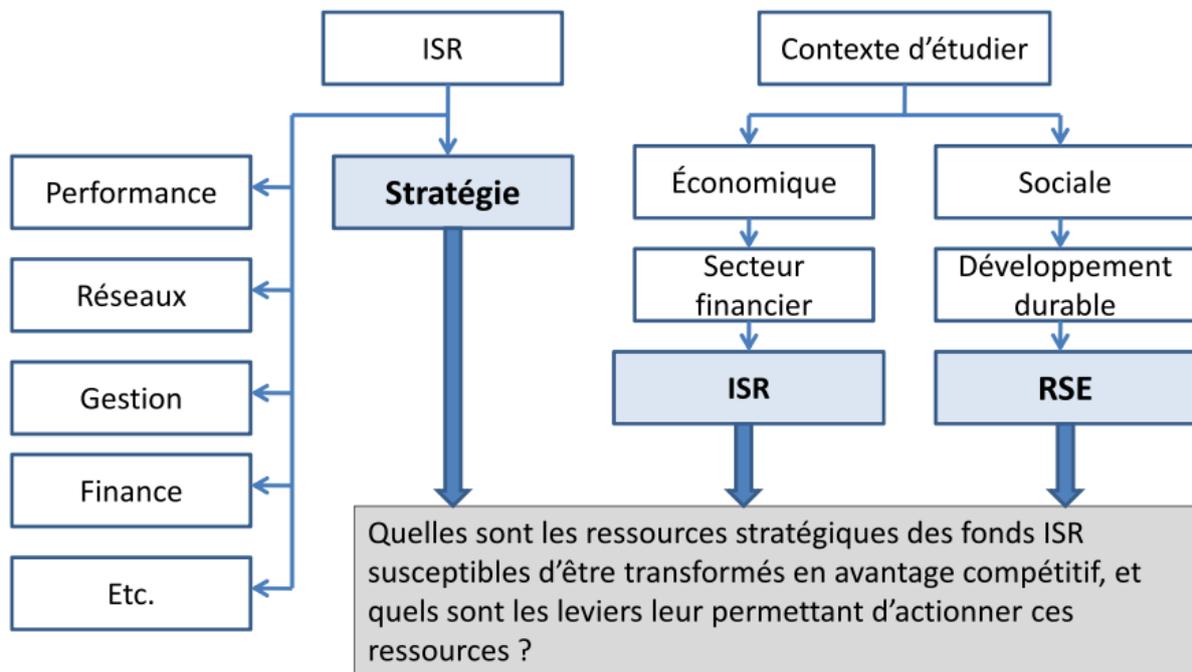
Par rapport au champ de recherche en finance, la plupart des recherches antérieures mettent l'accent sur le choix de composition de portefeuille des fonds ISR (cf. section 2.2.1). Par rapport aux travaux en management des entreprises, les fonds sont considérés et étudiés comme une catégorie d'investisseurs et les travaux ne prennent pas la considération des mécanismes internes de la gestion des fonds. C'est pour cette raison que les questions concernant les fonds sont reléguées soit au champ économique soit au champ financier. Or, pour les économistes, les fonds sont considérés soit comme une « firme » définie comme les « boîtes noires » soit comme une forme d'épargne de la part des consommateurs. Pour les financiers orthodoxes, la « stratégie » des fonds est traduite par le choix de portefeuille ; pour les financiers comportementaux la question ne s'est pas posée encore parce qu'ils concentrent leur efforts sur le niveau individuel. Nous constatons que, dans l'état actuel de la recherche, nous faisons abstraction du fait que les fonds sont une organisation dont les questions de management et de gouvernance entre les parties prenantes doivent être également prises en considération.

A partir de cette constatation, il est intéressant pour nous de travailler à travers le prisme de la discipline de gouvernance ; sous n'importe quel « chapeau » (tel que « investisseurs institutionnels » ou « fonds d'investissement »), des fonds ne peuvent jamais changer leur nature en tant qu'organisation, ou plus précisément entreprise, ayant comme activité principale d'investir. Quand nous étudions la stratégie des entreprises du secteur automobile nous étudions leur stratégie opérationnelle, c'est à dire de fabrication de voitures, mais aussi leur stratégie d'approvisionnement, de distribution, de croissance, d'alliances, de financement etc. Quand nous étudions la stratégie des entreprises du secteur pharmaceutique nous étudions leur stratégie opérationnelle, c'est-à-dire le développement des médicaments, mais aussi leur stratégie d'approvisionnement, de distribution, de croissance, d'alliances, de financement etc. Alors quand nous étudions la stratégie des entreprises du secteur d'investissement nous pouvons étudier leur stratégie opérationnelle, c'est-à-dire la construction des portefeuilles d'actions, mais aussi leur stratégie d'approvisionnement, de distribution, de croissance, d'alliances, de financement etc.

C'est pour cette raison que, dans ce projet doctoral, les fonds ISR sont considérés à travers la RBV comme étant un type d'entreprise composée par une « série de ressources spécifiques ». Grâce à ces ressources spécifiques, la stratégie de l'entreprise pourra être élaborée. Il est intéressant donc pour nous d'identifier ces ressources stratégiques ainsi que les leviers

stratégiques qui permettent aux fonds ISR d'avoir une meilleure performance. Nous illustrons le positionnement disciplinaire de ce projet dans la figure 24 ci-dessous.

**Figure 24 : Emergence de la problématique et positionnement disciplinaire**

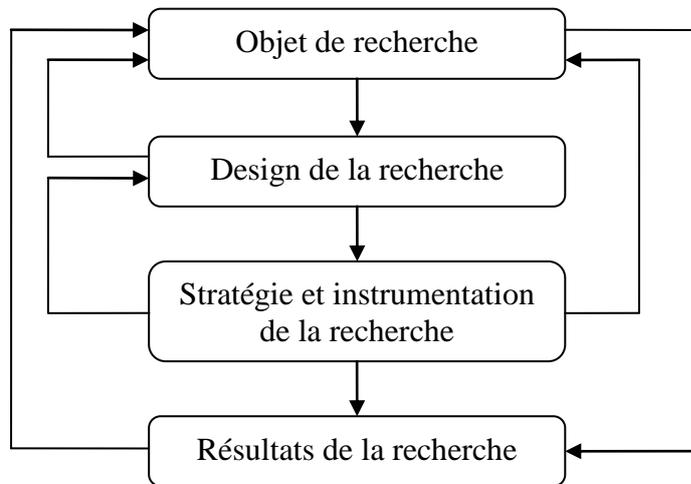


### 4.1.3. Formulation de l'objet de recherche

Usunier et *al.* (1993) évoque trois raisons qui poussent à s'engager dans la recherche en management : un moyen d'apprentissage dans un cursus de management, une source de développement personnel et un mode de traitement des problèmes pratiques de l'entreprise. En l'occurrence, cet engagement dans la recherche se relie à la première raison de poursuivre un apprentissage en sciences de gestion.

Une fois la décision prise de démarrer une recherche sur la base de ces premières interrogations, il restait à formuler un questionnement plus précis. Il est difficile en effet d'avoir un thème vraiment clair et précis dès le début de la recherche. La construction de notre projet ne s'est pas accomplie du jour au lendemain. Elle a mûri lors d'un processus de nombreux allers-retours dans l'ensemble du processus de recherche (cf. figure 25).

**Figure 25 : Construction de l'objet dans le processus de recherche**



En effet l'ensemble du projet de recherche peut être vu comme un processus continu de mise au point d'un thème de recherche. Autrement dit, un projet de recherche constitue un système permettant de passer d'une intention générale à des éléments de réponse (Koenig, 2006). Il s'agit bien de « système » qui englobe « véritablement une combinatoire des différents éléments nécessaires pour faire émerger l'objet de recherche » (Giordano et Jolibert, 2008, p.49).

Un objet de recherche consiste essentiellement en une interrogation objective des faits, c'est-à-dire une traduction, par la mise à l'épreuve empirique, d'hypothèses théoriques préalablement formulées à la fin de la première partie. Pour faire émerger l'objet de recherche, ou la problématique de la recherche au sens plus classique de Quivy et Van Campenhoudt (1995), nous commençons ce projet par chercher une réponse à la question de « qu'est-ce que je cherche ? ». Pour cela, Giordano et Jolibert (2008) proposent deux éléments nous permettant de prendre une forme « définitive » : les lectures et les interactions avec le terrain de recherche. L'objet de recherche est alors « le fruit d'allers et retours » (p.52).

Travaillant dans le paradigme post-positiviste, nous commençons par une identification d'insuffisances dans les recherches antérieures rendant compte de la réalité, un manque de discussion sur les stratégies des fonds ISR. Dans le sens d'Allard-Poesi et Maréchal (2003), nous avons fixé notre choix sur un objet théorique, c'est-à-dire une observation et/ou

questionnement de la théorie de la RBV sur un type d'organisation particulier – les fonds ISR. L'objectif de cette formulation est de découvrir la structure sous-jacente de la réalité. Quant à la procédure de la formulation de l'objet de recherche, elle est guidée par les six questions proposées par Giordano et Jolibert (2008) dans leur manuel.

- **Quelle est la nature du projet ?** Notre projet s'inscrit dans un souci d'explorer et d'identifier les ressources rares des ISR. Il s'agit bien d'une recherche hypothético-déductive, dans une démarche prédominante d'explorer, décrire, vérifier et maîtriser.
- **Est-ce une recherche dite « de contenu » et/ou une recherche dite « de processus » ?** Nous nous focalisons sur le contenu car nous chercherons à mettre en évidence la composition de l'objet étudié, afin de répondre à la question de type « quoi ? » pour identifier les ressources et « comment ? » pour établir les leviers stratégiques.
- **Quelles démarches vais-je envisager ?** Nous sommes orientés vers une démarche confirmatoire, largement dominante en sciences de gestion, c'est-à-dire que notre projet a comme objectif de confirmer si les ressources stratégiques identifiées dans la littérature antérieure peuvent être considérées comme étant des ressources « rares » pour les fonds ISR.
- **Quel type de présence sur le terrain puis-je négocier ?** La sensibilité du terrain nous oblige à travailler sur les données secondaires par étude des archives. Cette dernière est complétée par les entretiens exploratoires avec les acteurs de terrain.
- **Quels cadres théoriques/conceptuels sont pertinents ?** Issue des lectures antérieures, nous avons choisi la théorie de la RBV<sup>28</sup>. Puisque notre objet a été peu étudié et qu'il n'existe pas encore de modèle établi, nous sommes obligés de nous tourner vers une approche exploratoire.
- **Quel est mon cadre épistémologique ?** Nous avons enfin à vérifier de nouveau la cohérence nécessaire entre notre choix du paradigme post-positiviste (ci-dessus), la construction de la recherche (ci-dessous) et les techniques de collecte et d'analyse (sections suivantes).

Après avoir analysé des recherches existantes dans les multiples champs de recherches en gestion et en sociologie, ainsi que recueilli des conseils auprès des experts sur le terrain, un premier questionnement a été envisagé et mis au clair. Il s'agit d'un processus de type

---

<sup>28</sup> Nous avons souligné dans le chapitre 2 la légitimité de notre emprunt de cette théorie de la firme qui nous aide à progresser dans notre connaissance en sciences de gestion.

« formuler-tester-vérifier-reformuler » afin de former un objet de recherche qui porte les trois qualités de clarté, faisabilité et pertinence (Quivy et Van Campenhoudt, 1995).

#### 4.1.4. La construction générale de la recherche

Une fois que l'objet de recherche a été défini, la construction de la recherche apparaissait comme fondamentale pour atteindre notre objectif. En suivant l'approche hypothético-déductive dans le paradigme post-positiviste, nous appliquons directement la construction proposée par Giordano et Jolibert (2008), illustré dans le tableau 17. Puisque la réalité a une essence propre dans ce projet, nous disposons d'un critère de vérité, autrement dit nous nous posons la question : la théorie de la RBV est-elle « vraie » ? C'est-à-dire décrit-elle effectivement la réalité des ressources qui permettent aux fonds ISR d'avoir une stratégie propre à eux ?

**Tableau 17: la construction du processus de notre recherche**

	<b>Les grandes étapes</b>	<b>Leur contenu</b>	<b>Notre l'approche hypothético-déductive</b>	<b>Structure de la thèse</b>
Construire le processus	Concevoir	Objet et questions de recherche	1. Choix de l'objet 2. Revue de littérature 3. Construire un cadre théorique 4. Déduire des hypothèses	Chapitre 1  Chapitre 2  Chapitre 3
	Mettre en œuvre	- Construire l'architecture de la recherche - Lier concepts et données - Collecter les données - Choisir l'échantillon coder et traiter les données	5. Opérationnaliser les concepts 6. Construire un plan de recherche 7. Choisir un échantillon, collecter des données et les coder 8. Tester les hypothèses et analyser les données	Chapitre 4  Chapitre 5
	Analyser évaluer	- Interpréter les résultats - Apprécier leur validité	9. Interpréter les résultats et apprécier leur validité 10. Conséquences théoriques et pratiques des résultats obtenus	Chapitre 6

- **Choix de l'objet de recherche** : Selon cette perspective, notre objet de recherche consiste essentiellement en une interrogation des faits. Pour démarrer, nous utilisons

l'approche théorique de la RBV pour identifier les ressources VIRO des fonds ISR, et par la suite proposer les leviers stratégiques des fonds ISR.

- **Revue de littérature** : pour inventorier ce qui est connu sur le fonds ISR, nous détaillons par la suite nos propres observations et idées sur notre objet en lisant et synthétisant les contributions antérieures dans une liste des références de plusieurs disciplines. Cette étape nous permet de comprendre « l'état d'art » des recherches concernant notre objet. C'est sur cette base que nous avons pu déduire nos hypothèses plus tard.
- **Construire un cadre théorique** : la construction du cadre théorique (RBV) nous permet, après la revue de littérature, de préciser les concepts ainsi que la théorie sur lesquels nous nous appuyerons pour élaborer nos hypothèses et les tester empiriquement. Dans cette étape, nous préférons consacrer notre énergie aux implications de cette théorie à notre objet de recherche qu'à une présentation détaillée de la théorie. Néanmoins, nous mettons en évidence la légitimité de l'emprunt de cette théorie en sciences de gestion.
- **Déduire des hypothèses** : travaillant dans le paradigme post-positiviste, ces hypothèses nous permettent d'établir les relations entre les concepts sur lesquels repose ce cadre théorique et qui lui serviront à vérifier si les déductions sont conformes aux faits.
- **Opérationnaliser les concepts** : dans cette étape, nous spécifions les indicateurs empiriques qui représentent les concepts théoriques. Ces indicateurs nous aident également pour établir une liste de catégories pendant la phase d'analyse des données.
- **Mettre au point un plan de recherche** : comme ce plan ne peut être fixé assez tôt dans la réalisation de ce projet de recherche, il évolue au fur et à mesure, parallèlement à notre collecte des données primaires et secondaires et de nos analyses des données.
- **Collecter des données empiriques** : nous avons projeté la mise en place de deux moyens pour collecter des données qualitatives : entretiens exploratoires et étude des documentations, précisés dans la section suivante (section 4.2).
- **Analyser des données et interpréter les résultats** : les données qualitatives recueillies en amont par entretiens et étude des documentations ont été ensuite traitées par analyse de contenu (section 5.3). Ces deux choix sont souvent complémentaires dans les recherches sociales (Quivy et Van Campenhoudt, 1995).

- **Conséquences théoriques et pratiques des résultats obtenus<sup>29</sup>** : il s'agit d'une confrontation des résultats obtenus lors de nos analyses des données qualitatives aux hypothèses élaborées à partir du cadre théorique. A partir d'observations empiriques nous pouvons valider ou réfuter nos hypothèses préalablement élaborées à la fin de la partie 1.

Pour conclure, il est nécessaire pour nous de présenter l'articulation des différentes séquences au cours de la progression de notre projet de recherche, car elle conditionne la validation de cette recherche, plus particulièrement encore dans notre cas d'une approche qualitative pour lesquelles les tests standardisés n'existent pas (Giordano et Jolibert, 2008, p.56). La façon dont l'étude de terrain a été menée ainsi que la manière dont nos démarches opérationnelles ont été effectuées seront détaillées davantage ci-dessus dans la section 4.2.

---

<sup>29</sup> A la suite de la confrontation les résultats de notre étude qualitative avec nos hypothèses élaborées, nous avons décidé d'ajouter un test quantitatif complémentaire afin de montrer l'impact des ressources VRIO identifiées sur la performance des fonds ISR, par le biais de l'avantage compétitif. Les démarches effectués et les résultats sont présentés dans la section 5.4. Puisque cette étape n'a pas été prévue au moment d'architecturer ce projet de recherche doctorale, nous ne la mentionnons pas ici.



## **Section 4.2 : Etude qualitative**

En raison de la nature exploratoire de notre recherche, nous avons projeté de mettre en place deux canaux opérationnels pour la collection des données qualitatives : entretiens exploratoires et étude des documentations. Ce choix de combiner ces deux approches de collection des données s'inspire du travail doctoral de Szostak-Tapon (2006) architecturé par la conduite d'entretiens accompagnés de traitement de données secondaires.

Premièrement, nous avons choisi de donner davantage d'importance à l'aspect entretiens exploratoires car nous présumons, en se basant sur l'absence de bibliographie relative, que l'aspect organisationnel des fonds ne sera pas suffisamment développé dans les données secondaires. Hoskisson et *al.* (2000) suggèrent que les entretiens en face-à-face sont désirables car ils génèrent plus d'informations valables sur les points particuliers. De plus, le contact direct avec les acteurs sur le terrain permet d'accroître notre compréhension de notre objet de recherche dans leurs logiques. C'est-à-dire que nous avons ainsi l'opportunité de cueillir les premières impressions des personnes dans les entreprises démarchées, avant qu'ils soient influencés par des biais cognitifs et des discussions académiques.

Deuxièmement, Quivy et Van Campenhoudt (1995) soulignent que la méthode de l'entretien exploratoire est souvent accompagnée d'un travail d'analyse de documents, étant des méthodes complémentaires. A la suite des entretiens exploratoires, nous avons choisi la méthode d'analyse de documents traitant du champ mises en parallèle avec le discours des acteurs du champ.

### **4.2.1. Collecte des données qualitatives**

#### **4.2.1.1. Entretien exploratoire**

La méthode d'entretien exploratoire est une « *technique étonnement précieuse pour une très grande variété de travaux de recherche sociale* » (Quivy et Van Campenhoudt, 1995, p.64).

D'abord, notre choix de la méthode d'entretiens exploratoires accélère l'avancement du projet. Par exemple, comme Quivy et Van Campenhoudt (1995) soulignent, les entretiens

exploratoires nous permettent de découvrir les aspects à prendre en considération pour la constitution de la problématique. Ils sont également utilisés pour la formulation des hypothèses, pour l'observation de ces hypothèses dans la réalité et pour la construction des catégories au cours des analyses des données.

Ensuite, le choix de la méthode d'entretiens est demandé par nos objectifs de recherche. Les informations collectées lors des entretiens proviennent des pratiques, des expériences et des événements auxquels les interviewés sont confrontés, tels que leurs systèmes de valeurs, leurs repères normatifs, leurs interprétations de situations, etc. C'est grâce à ces données primaires (questions précises, points de vue personnels, enjeux, systèmes de relations, le fonctionnement des organisations, etc.) que nous pouvons ensuite analyser le contenu de ces textes en profondeur et obtenir les résultats à la fin.

Nous précisons ci-dessous les trois points particuliers de nos démarches sur le terrain.

#### - **Les interviewés choisis**

Les interlocuteurs recommandés par Quivy et Van Campenhout (1995) pour les entretiens exploratoires sont des témoins privilégiés. Il s'agit de personnes qui, par leur position, leur action ou leurs responsabilités, ont une bonne connaissance de notre objet de recherche.

Compte tenu de la nouveauté de notre sujet de recherche et de son caractère exploratoire nous avons fait l'effort de ne pas restreindre notre échantillon. Cependant nous avons été obligés de limiter notre univers dans notre démarche de fonds.

Premièrement nous nous sommes limités à des fonds ISR en actions. Cela veut dire que nous n'avons pas démarché les fonds de pension qui intègrent des critères ISR, ni les quelques assurances qui proposent de contrats « Développement durable », ni les OPCVM proposant des produits obligataires responsables. Nous avons évité les premiers en raison de leur héritage politique (Hoff et Reina, 1992 ; Gillan et Starks, 2003 ; Mill, 2006) qui peut avoir un impact sur leur organisation interne, et dont nous ne saurons pas mesurer l'ampleur. Nous avons choisi de ne pas aborder les deuxièmes car cela aurait nécessité de doubler notre partie théorique pour prendre en considération les particularités et l'évolution du secteur de courtage, une démarche qui n'est pas justifiée par la rareté de leurs produits éthiques. En ce qui concerne les produits obligataires responsables, ils sont encore à un stade embryonnaire et

sont dénués de bibliographie les concernant. Cette autolimitation évidemment constitue une ouverture de recherche, comme on le verra en conclusion.

Deuxièmement, pour des raisons logistiques nous nous sommes limités à des fonds Européens. Troisièmement nous nous sommes limités aux pays dans lesquels nous pouvons effectuer les interviews sans avoir besoin d'un interprète.

Ces limitations de l'horizon de l'échantillon, combinées avec le taux habituel de réponse à ce type d'enquête, promettaient un échantillon final limité. Pour compenser nous avons cherché à intégrer à notre enquête des entretiens avec les spécialistes du domaine. La confrontation des entretiens des Asset Managers avec des experts à l'extérieur des fonds pourrait permettre de diminuer le biais cognitifs. Ces entretiens ont pour but d'approfondir le développement organisationnel des fonds ISR d'un point de vue extérieur (Szostak-Tapon, 2006). Ainsi la première partie du guide d'entretien n'est pas utilisée lors de ce type d'entretien mais cela n'a pas obligatoirement un impact négatif sur la cohérence et la cohésion de notre méthode.

#### **- Les préparations d'un guide d'entretien**

Il est intéressant de souligner que notre démarche concernant les entretiens avec les experts sur le terrain est très différent des entretiens exploratoires classiques qui ont l'objectif d'ouvrir l'esprit et de trouver des pistes de réflexion (Quivy et Van Campenhoudt, 1995). Or, la méthode d'entretien exploratoire est à la fois « intéressante et utile » et « dangereuse » si le chercheur s'y engage « en touriste » (p.64).

Pour éviter de développer les communications dans « tous les sens » et pour répondre à nos questionnements issus de la revue de littérature, nous sommes invités à emprunter certaines techniques des entretiens semi-structurés. Nous avons établi un guide d'entretien qui liste les questions ouvertes avant de démarrer notre enquête.

Une particularité de notre approche a été que ce guide d'entretien a été, dans la mesure du possible, préalablement communiqué aux experts interviewés avant de les rencontrer. Nous avons entrepris cette démarche inhabituelle de nos entretiens exploratoires pour deux raisons. Premièrement parce que nous croyons que la transparence méthodologique permet de limiter les biais cognitifs des répondants. Deuxièmement parce que nous avons constaté le besoin de mieux guider les interlocuteurs vers les sujets organisationnels. Laissés « sans surveillance » les Asset Managers ont eu tendance à focaliser sur les critères utilisés et sur la performance

financière des fonds. Les cadrer préventivement nous permettait de gagner du temps lors du jour de l'entretien.

En amont, notre recherche en littérature nous a permis de construire une série de questions identifiées autour des axes principaux de départ (approche déductive). Simultanément, les entretiens semi-structurés, lors des différentes conversations, ont fait émerger d'autres idées intéressantes non listées dans le guide. Ce processus inductif a permis par la suite de mettre en avant de nouvelles variables non identifiées dans notre cadrage provisoire. De plus, les entretiens semi-structurés ont fait émerger de nouvelles idées pendant les conversations et aussi pendant les comparaisons des différents entretiens.

Nous l'avons construit en transformant notre cadre d'hypothèses en une trame de questions, en prenant toutes les précautions possibles pour éviter de biaiser les réponses (Usunier et. *al.*, 1993). A cet effet, le guide a été testé auprès d'académiciens pour tester la clarté des questions et pour éviter le jargon spécialisé. Il faut souligner qu'en suivant les hypothèses présentées au chapitre 3 nous pouvons regrouper les questions traitant des sujet similaires. Ainsi nous avons la possibilité de commencer par les questions factuelles, concernant l'identification des ressources stratégiques, pour ensuite continuer avec les questions relatives au rapport entre ressources et stratégie des fonds ISR, c'est-à-dire leurs leviers stratégiques.

C'est pour ce double objectif de « faire parler le plus possible » et de « cadrer la conversation » sur notre sujet principal, que nous avons préparé un guide d'entretien dans lequel un minimum de questions essentielles a été posé (cf. annexe 1). Afin d'explorer le maximum d'informations concernant le contenu de nos deux séries d'hypothèses, nous avons utilisé trois références pour élaborer notre guide d'entretien : Collombin (1991) pour l'encadrement théorique en RBV, Newbert (2008) pour l'adapter à l'ISR et Levinthal et Myatt (1994) pour les hypothèses concernant les leviers stratégiques. Les questions ont été fixées seulement sur les thèmes à propos desquels nous souhaitons qu'un interlocuteur exprime le plus librement possible la richesse de son expérience, le fond de sa pensée et de ses sentiments.

L'étude de Collombin (1991) sur des compétences des entreprises utilise une approche « novatrice » qui regroupe les compétences en un tableau 3X3 (tableau 18), en croisant les catégories de structures, représentations et comportements avec les catégories de produit, marché et technologies.

**Tableau 18 : Modèle d'analyse des compétences et le guide d'entretien de Collombin (1991)**

<b>Modèle</b>	<b>Structures qui permettent à l'entreprise de</b>	<b>Représentations des acteurs en ce qui concerne</b>	<b>Comportements à propos de</b>
<b>Produit</b>	se situer en termes d'offre	l'offre	l'offre
<b>Marché</b>	définir la demande	la demande	la demande
<b>Technologie</b>	développer la technologie	la technologie maîtrisée	la technologie

<b>Guide d'entretien</b>	<b>Structures</b>	<b>Présentations</b>	<b>Comportements</b>
<b>Produit</b>	Quels éléments permettent de modifier l'offre procédures, outils, services ?	Comment vous représentez-vous votre offre et son évolution ?	Quelles sont les actions réalisées pour modifier l'offre ?
<b>Marché</b>	Quels éléments permettent de modifier le marché actuel, procédures, outils, services ?	Comment vous représentez-vous votre marché et son évolution ?	Quelles sont les actions menées vis-à-vis du marché ?
<b>Technologie</b>	Quels sont les éléments qui permettent un développement technologique, procédures, outils, services ?	Comment vous situez-vous face au problème du développement technologique ?	Quelles sont les actions menées dans le but de développer la technologie ?

Ce tableau nous offre une double utilisation : non seulement il garantit nos questionnements dans le cadre théorique de cette recherche doctorale, de plus il est accompagné d'une série de questions pour transformer ces catégories en guide d'entretiens. Nous avons donc ensuite combiné le guide d'entretien de Collombin (1991) avec les facteurs spécifiques dans les questionnaires de Newbert (2008). La raison est la suivante : bien que Collombin (1991) propose un modèle de diagnostic pour identifier des compétences au sein des DAS (Domaines d'Activité Stratégiques) d'une entreprise, cela ne correspond pas à l'organisation des fonds qui ne fonctionnent pas avec une logique de DAS ; de plus, une analyse si pointue ne rentrerait pas en tout cas dans l'intérêt exploratoire de cette recherche.

Finalement, pour cerner l'apprentissage organisationnel nous nous inspirons de Levinthal et Myatt (1994) qui étudient des fonds d'investissement américains avec des actifs gérés, actions et obligations confondus, supérieurs à 10 millions de dollars pendant la période de 1934 à 1984. Leur objectif est de déterminer l'existence d'une rétroaction entre les fonds et les

agences qui tiennent leur comptabilité. Pour ce faire ils construisent un ensemble des critères leur permettant de quantifier le « feedback » et ainsi mesurer la boucle d'apprentissage avec une approche quantitative. Le tableau 19 ci-dessous récapitule les critères que les autres utilisent pour mesurer le feedback d'une boucle d'apprentissage.

**Tableau 19 : Mesure du feedback d'apprentissage selon Levinthal et Myatt (1994)**

---

<b>Feedback</b>
General expertise
Overall market share in the processing business
Relationship-specific expertise
Years in the relationship
Proportion of mutual fund complex assets served by processor
Proportion of mutual fund complex funds served by processor
Common geographic setting
<b>Disruptive forces</b>
Prior relationship expertise in negated by changes in the structure of the relationship
Change in investment advisor (custody relationships)
Change in distributor (transfer agent relationships)
<b>Focus effects</b>
Indicators of the importance of the fund-processing business to the focal firm
Assets under management relative to total assets (custody business)
Dummy variable indicating a specialist processor organization vs. a bank (transfer agent relationships)

---

Etant donné que leur analyse était quantitative les critères employés sont les plus binaires possibles. En s'en inspirant, non seulement nous aurons un filtre à travers lequel nous pourrions éventuellement cibler les boucles d'apprentissage pendant notre analyse documentaire ; mais aussi trouver des questions neutres à poser à nos interlocuteurs pendant nos entretiens par rapport à une éventuelle boucle d'apprentissage sans pour autant préjuger la réponse.

#### - **Les mises en œuvre**

Nous avons conduits les 12 entretiens en face-à-face, car ils génèrent plus d'informations valables sur les points particuliers (Wacheux, 1996). Tous les entretiens ont été enregistrés et retranscrits. L'objectif de la réalisation des entretiens exploratoires n'a pas pour fonction de vérifier des hypothèses ni de recueillir ou d'analyser des données précises mais bien d'ouvrir des pistes de réflexion, d'élargir nos horizons de lecture et de prendre conscience des grandes

dimensions au cours de notre observation de l'objet. Autrement dit, le discours étant une donnée et une source d'information, nous avons l'intention de mettre au jour des aspects cachés des paroles. Nous avons essayé d'amener l'interlocuteur à s'exprimer avec un grand degré de liberté sur les thèmes suggérés par un nombre restreint de questions relativement larges afin de laisser le champ ouvert à d'autres réponses que celles que nous aurions pu explicitement prévoir dans le guide d'entretien.

La conduite des entretiens exploratoires est un processus d'apprentissage qui doit obligatoirement passer par l'expérience concrète (Quivy et Van Campenhoudt, 1995). Après avoir effectué chaque conversation, nous avons mis en place une mesure d'auto-évaluation. Il s'agit de réécouter l'enregistrement et d'améliorer nos manières de conduire ces entretiens et de faire fonctionner l'interaction avec l'interlocuteur.

Les individus rencontrés peuvent indiquer au chercheur ces événements et leurs conséquences : leur propre analyse et subjectivité orientent la délimitation des frontières entre les logiques (Popper, 1973). Cela nous permet, de fait, de nous prémunir d'une difficulté : vouloir déterminer des logiques –ou classes- avec seulement notre subjectivité (Donada et Mbengue 2003). C'est pour cette raison que nous avons été encouragés d'ailleurs à retenir des classes, dont les frontières sont bien marquées et, si possible, naturelles selon les acteurs du champ.

Comme l'indiquent Quivy et Van Campenhoudt (1995), les objectifs pour lesquels la méthode de l'entretien convient particulièrement sont d'effectuer les analyses suivantes :

- l'analyse du sens que les acteurs donnent à leur pratiques et aux événements auxquels ils sont confrontés, tels que leurs systèmes de valeurs, leurs repères normatifs, leurs interprétations de situations conflictuelles ou non, leurs lectures de leurs propres expériences, et
- l'analyse d'un problème précis (données, points de vue en présence, enjeux, systèmes de relations, fonctionnement de l'organisation, etc.).

Les résultats préalables issus de ces entretiens nous ont également permis de nous rendre compte que, malheureusement, des questions directes sur la structure interne des fonds ne sont pas toujours les bienvenues. Ceci nous a incités à compléter une partie de notre guide d'entretien. Nous avons choisi, en cas de résistance, de remplacer les questions directes par

une approche par scénarios. Il s'agit d'une approche que les Asset Managers connaissent et utilisent eux-mêmes (Remmers, 2004). Or son utilisation nous permettra d'obtenir indirectement des informations organisationnelles par le biais de nos interlocuteurs : en répondant à nos trois scénarii (concernant l'impact des codes de conduite, du reporting et des relations investisseurs) les interlocuteurs peuvent dévoiler plus facilement des informations organisationnelles par l'intermédiaire des questions « innocentes » du genre « qui a créé le code de conduite ? », « comment se fait le reporting ? » et « quand est-ce que vous contactez l'entreprise ? ». Malgré ce qui peut paraître comme une mauvaise utilisation d'un dispositif méthodologique, ce « subterfuge méthodologique » nous a permis d'obtenir des réponses plus éclairantes lors de nos entretiens ultérieurs.

#### **4.2.1.2. Etude des documentations**

De manière générale, les méthodes de recueil de données existantes sont utilisées dans la phase exploratoire de la plupart des recherches en sciences sociales ; elles se complètent également avec les entretiens exploratoires (Quivy et Van Campenhoudt, 1995). Concrètement pour notre recherche exploratoire, « *il est conseillé de commencer systématiquement une recherche en s'interrogeant sur l'existence des données secondaire disponibles* » (Baumard et al., 2007, p.229). Les données secondaires existantes ont une valeur historique et elles sont utiles pour nous permettre de compléter nos entretiens exploratoires dans lesquels les interlocuteurs ne parlaient pas spontanément.

Ce choix nous permet ensuite de consacrer l'essentiel de notre énergie à l'analyse. Comme dans la plupart des cas, les formes de données secondaires ne correspondent pas tout à fait à ce qui est souhaité par le chercheur, mentionné par Baumard et al. (2007), nous devons nous demander en permanence pour « *quel objet les données ont été construites avant de les utiliser* » (p.257). C'est pour cette raison aussi que nous avons ajouté une étape d'organisation des données avant de les analyser.

De plus, les documents étudiés, notamment plaquettes commerciales et prospectus des fonds ISR, nous permettent de reconstituer des actions passées transcrites dans les écrits qui ont influencé les événements, constaté les décisions et engagé les individus. Autrement dit, ce type de données est un excellent support pour se familiariser avec un terrain d'étude.

L'étude des documents est une opération de structuration des informations éparses afin d'aboutir à un résultat original et utilisable pour la recherche (Wacheux, 1996). Elle s'évertue à proposer des relations déterminantes du contexte (mécanismes économiques, rapports sociaux) sans être empreints des intentions et des perceptions des acteurs actuels. Elle permet aussi d'identifier les phases du processus et de repérer les participants, afin de donner en quelque sorte un contexte temporel sur lequel le chercheur s'appuie pour comprendre les faits et leur enchaînement.

Nous présentons ici notre démarche par ordre logique, c'est-à-dire échantillonnage, préparation du corpus, incorporation dans la base des données et analyse. Cependant il faut souligner que souvent ces étapes se font en parallèle. Ceci est lié avec i) l'indisponibilité temporaire de l'information, et ii) les capacités limitées du chercheur, tant au niveau informatique qu'intellectuel.

L'analyse des données s'est faite d'une façon exploratoire, son objectif étant moins d'être normatif que d'inciter à la réflexion par rapport aux objectifs et aux informations qu'elles peuvent contenir sur l'organisation des fonds (Gumb, 2007).

#### **- Type de données recherchées**

Pour procéder à un traitement du discours des fonds ISR nous avons choisi d'étudier leurs prospectus. Etant donné la nature légale d'un OPCVM, le « consommateur » achetant en réalité des parts du fonds, nous estimons que les informations ne sont pas uniquement de l'ordre de marketing, mais qu'elles contiennent également des informations concernant l'organisation et les processus suivis. Nous avons vérifié cette notion lors de notre étude qualitative des prospectus accompagnant les entretiens.

#### **- Collecte de données**

Pour construire notre échantillon nous avons consulté le site web de Novethic, une agence de notation extra-financière française. Elle propose des fiches de fonds ISR commercialisables en France, ainsi que leurs prospectus en format PDF. Les rares fois où le prospectus n'était pas disponible nous avons eu recours au site web de Morningstar, base internationale de données des fonds d'investissement.

Or il faut rappeler que des recherches antérieures ont trouvé des différences significatives entre les fonds de différents compartiments de la bourse ainsi que de différents pays, (Louche et Lydenberg, 2006 ; Gillan et Starks, 2003 ; Perrini, 2005) y compris des différences organisationnelles. Donc nous avons choisi de nous limiter au compartiment actions. D'ailleurs, puisque notre objectif est de compléter nos entretiens, ce choix est opportun. Dans la même logique nous avons également choisi d'exclure les fonds gérés par les SGP étrangères parce qu'il pourrait y avoir des différences au niveau processus, mais aussi des différences linguistiques qui influenceraient l'analyse lexicale.

Nous avons aussi exclu les fonds récents (moins de 3 ans) pour éliminer un éventuel biais du discours liés au démarrage et/ou la légitimation du fonds et du gérant. Nous avons finalement exclu un fonds dont les références étaient introuvables chez Novethic et sur la base Morningstar.

Suite à ces exclusions, notre échantillon initial consistait en 72 fonds ISR gérés par 33 SGP françaises.

Nous rappelons ici que l'objectif de notre analyse documentaire est de trouver les ressources VRIO des fonds. Nous rappelons également qu'une ressource VRIO est une ressource dont l'entreprise s'organise pour la mettre en valeur (critère *organisation*). Notre objectif est donc d'examiner si les fonds ISR mettent en valeur l'information extra-financière et/ou autres ressources spécifiques. Pour ce faire nous avons également téléchargé des prospectus de fonds traditionnels qui nous serviront comme base de comparaison. Ainsi pourrions-nous vérifier si les prospectus des fonds ISR présentent des particularités.

Pour choisir les prospectus des fonds traditionnels nous nous sommes encore une fois tournés vers la base de données Morningstar. Or nous n'avons pas besoin de télécharger autant de prospectus – il nous suffirait d'un échantillon plus réduit pour construire notre corpus de référence. Pour échantillonner au hasard la base nous avons d'abord demandé une liste des fonds remplissant les critères suivants, pour rendre quand même les rapports comparables :

- Être OPCVM français
- Investir en actions
- Avoir comme devise de base l'euro

- Ne pas être un fonds de fonds (pas de fonds de fonds ISR dans notre échantillon ni mention de fonds de fonds ISR dans le rapport Eurosif)
- Être noté par Morningstar (les fonds ISR étant notés par Novethic il nous fallait des rapports de fonds notés)

Cela donnait un total de 3921 fonds. Nous avons procédé à un prélèvement aléatoire : nous avons choisi de tabuler les résultats par 250 et nous avons pris le premier fonds de la dernière page de chaque tabulation. La hauteur de la page dépend de la résolution de l'écran de l'ordinateur ainsi que de la disposition du navigateur web ; nous pensons donc que ce critère est suffisamment aléatoire. La tabulation par 250 a été choisie pour finir avec un corpus de référence de 40 prospectus de fonds traditionnels, avec un ratio très satisfaisant supérieur à 1 sur 2 par rapport au corpus. A chaque fois que nous avons rencontré un fonds géré par une SGP étrangère nous avons remonté la liste jusqu'à tomber sur un fonds géré par une SGP française. La raison est que le discours pourrait être impacté par les différences linguistiques, biaisant ainsi notre analyse.

Par nécessité, l'analyse a porté sur les informations disponibles dans une certaine limite temporelle. Nos données varient donc de 2008 à 2010. Il s'agit d'une limite de notre recherche liée aux moyens limités d'un chercheur indépendant. Nous estimons cependant que le biais que cela pourrait avoir sur notre analyse est négligeable, vu sa nature exploratoire et qualitative. Cependant il se peut qu'il y ait des perturbations post-crise des subprimes, ce qui pourrait constituer une autre limite inhérente à cette recherche, et toute autre recherche engagée en finance récemment.

#### **4.2.2. Analyses des données qualitatives**

Wacheux (1996) montre que « *toute étude qualitative est spécifique, et les auteurs sur la méthodologie sont rarement méthodiques dans leurs écrits, arguant que c'est l'expérience sur le terrain qui compte.... Cependant, le chercheur doit être capable de justifier ses choix, de les intégrer dans un projet, et de définir le cadre général dans lequel l'étude de cas sera déployée.* »

Afin de parvenir à traiter et à manipuler les informations que représentent les documents et les entretiens obtenus au cours de l'enquête, il faut réaliser une certaine mise en forme. Gavard-Perret et Helme-Guizon (2008) rappelle la difficulté d'extraire de cette multitude de mines

d'information disponibles des « pépites », c'est-à-dire des informations pertinentes, c'est-à-dire utiles et utilisables, auxquelles on est capable de donner du sens. Vue la nature de nos données collectées, qualitatives et textuelles, nous avons privilégié l'analyse de contenu qui est un ensemble de procédures pour faire des inférences valides à partir du texte (Weber, 1990).

#### **4.2.2.1. Analyse de contenu**

L'analyse de contenu est « *au cœur des analyses qualitatives* » et qui est « *la plus connue des techniques d'analyse des données qualitatives* » (Gavard-Perret et Helme-Guizon, 2008, p.252). Elle est « *un ensemble de techniques d'analyse des communications visant, par des procédures systématiques et objectives de descriptions du contenu des messages, à obtenir des indicateurs (quantitatifs ou non) permettant l'inférence de connaissances relatives aux conditions de production/réception (variables inférées) de ces messages* » Bardin (2003, p.47).

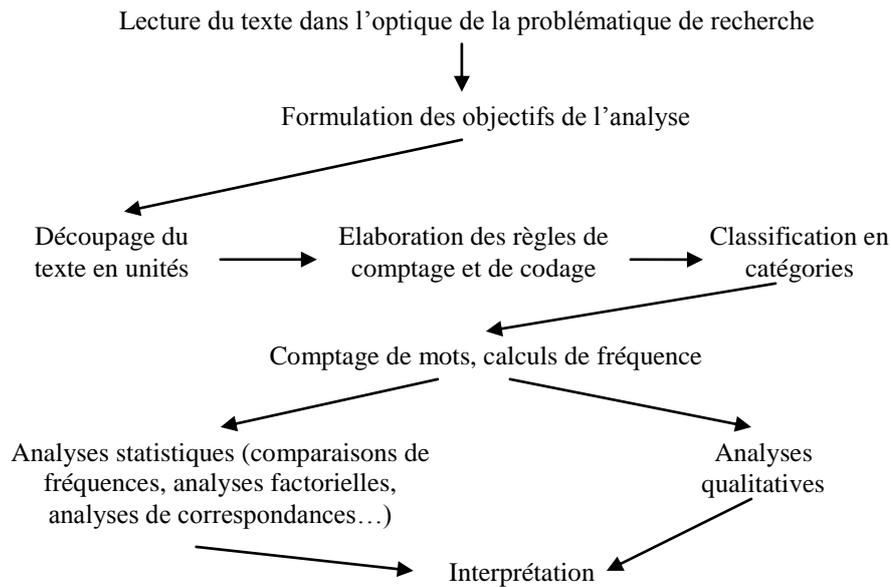
La place de l'analyse de contenu est de plus en plus grande dans la recherche en sciences de gestion, notamment parce qu'elle offre la possibilité de traiter de manière méthodique des informations et des témoignages qui présentent un certain degré de profondeur et de complexité. Lorsqu'elle porte sur un matériau riche et pénétrant, l'analyse de contenu permet de satisfaire harmonieusement aux exigences de la rigueur méthodologique et de la profondeur inventive (Quivy et Van Campenhoudt, 1995).

Parmi les deux courants d'analyse de contenu, méthodes quantitatives et méthodes qualitatives, nous avons choisi d'analyser nos données de façon qualitative. Cette dernière est intensive sur un petit nombre d'informations complexes et détaillées et utilise comme information de base la présence ou l'absence d'une caractéristique ou la manière dont les éléments du « discours » sont articulés les uns aux autres. Autrement dit, ce qui constitue le cœur de cette type d'analyse qualitative est « *une idée centrale dans l'analyse de contenu (...) que les nombreux mots du texte sont classés dans un nombre beaucoup plus petit de catégories* » (Weber, 1990, p.12).

Nous avons toujours pour objectif de nous centrer sur des analyses capables de « *mettre à jour les systèmes de représentations véhiculées par ces discours* » (Blanchet et Gotman, 2001, p.92). Pour cela, nous nous attachons au contenu manifeste et explicite en mettant un focus sur les énoncés (Gavard-Perret et Helme-Guizon, 2008). Nous précisons ensuite nos

démarches effectuées lors de l'étape d'analyse de contenu en nous référant aux « *pôles chronologiques* » du processus de l'analyse de contenu (Bardin, 2003, figure 26).

**Figure 26 : Processus de l'analyse de contenu**



Source : Bardin L. *L'analyse de contenu*, Paris, PUF, 2003, p.133

#### 4.2.2.2. Préparation du corpus et pré-analyse

« *La gestion des données est tout aussi importante pour les chercheurs qualitatifs – voire peut-être davantage.* » (Miles et Huberman, 1991, p.91).

Les données qualitatives textuelles nécessitent certains traitements préalables avant que nous puissions les analyser. Nous avons transcrit tous les entretiens enregistrés puis les corrigés. Nous avons remis en ordre des éléments du corpus, la retranscription des entretiens, les documents obtenus parallèlement des entretiens (ex. plaquettes commerciales des ISR), pour en faciliter la lecture et la comparaison. Cette démarche a été conduite par une logique thématique selon le type d'analyse envisagée et selon les constats faits sur la structure du corpus d'origine.

Saunders et *al.* (2003) soulignent que les implications qui découlent de la nature même des données qualitatives sont du fait de leur nature complexe et non-standardisée, les données que vous avez collectées nécessiteront probablement une classification en catégories avant de pouvoir être analysées de manière signifiante.

Le processus de codages peut être « *a priori* » et « *a posteriori* » (Thiéart, 2003). Nous avons choisi la façon « *a priori* » parce que les concepts et les hypothèses provenant des études de littérature nous ont permis d'établir une liste d'indices pour déterminer des règles de découpage du corpus, puis de catégorisation et de codage des unités ainsi constituées.

D'abord, nous avons identifié et défini ces catégories pertinentes à partir de nos hypothèses construites. Ensuite, par rapport à ces catégories, nous avons déterminé des modalités du codage des données, c'est-à-dire les mots possibles à filtrer qui nous permettent de capturer les extraits et les énoncés dans les corpus. Or, la grille de codage construite *a priori* ne permette pas de coder certains éléments du corpus car elle ne comprend pas toutes les catégories révélées par l'analyse du corpus. Cela signifie que nous devons ajouter de nouvelles catégories émergentes afin de pouvoir traiter de manière exhaustive le corpus concerné. C'est pour cette raison que lors de notre codage de données nous avons ajouté au fur et mesure les autres « synonymes » apparus dans les corpus. N'oublions pas qu'« *il n'y a aucune bonne manière simple de faire une analyse de contenu* » (Weber, 1990, p.259).

**- Concernant les retranscriptions des entretiens et les documentations accompagnées des entretiens**

Au niveau des retranscriptions des entretiens, nous avons ensuite manipulé et réorganisé les données (découpage, rapprochements, mise en relation ou en opposition, regroupements, classifications, etc.) pour en saisir leur sens explicite et implicite pour nos différentes analyses. Nous avons commencé par une analyse thématique catégorielle, manuellement sur le contenu des corpus notamment les entretiens, l'analyse plus ancienne et la plus courante (Bardin, 1993), afin de rejeter les catégories non significatives et de simplifier les analyses lexicales quantitatives suivantes.

**- Concernant les prospectus des ISR à traiter**

La préparation sur les prospectus des ISR s'est effectuée en deux étapes. La première a été d'ouvrir chaque fichier PDF pour s'assurer que :

- Le fichier fonctionne
- Il ne s'agit pas d'un prospectus simplifié ou collectif
- Il ne s'agit pas d'un document formaté en deux colonnes, ce qui les rendrait inexploitable pour notre logiciel de traitement lexical qui calcule les collocations par ligne
- Le prospectus du fonds « traditionnel » n'est pas par hasard celui d'un fonds ISR, ce qui rendrait notre recherche de vocabulaire spécifique aux fonds ISR caduque
- Il ne s'agit pas d'un fonds « nourricier » ; ce type de fonds investit la totalité de ses encours dans un autre fonds qualifié de « maître », ce qui rendrait notre recherche des ressources VRIO caduque puisque par définition il ne remplit pas le critère de *rareté*.

La deuxième étape a été la conversion des fichiers PDF en format texte simple. Pour ce faire nous avons utilisé le logiciel GSview<sup>30</sup>. Cette transformation, certes automatique, n'aboutit pas toujours :

- Il y a des prospectus scannés sans OCR
- Il y a des erreurs de conversion

Suite à ce traitement notre corpus final consistait en 58 prospectus de fonds ISR et un corpus de référence de 18 prospectus de fonds traditionnels.

#### **4.2.2.3. Choix du logiciel pour analyse quantitative**

*« A l'articulation des techniques de gestion documentaire et de l'analyse de données, l'analyse lexicale peut contribuer puissamment à introduire l'outil informatique dans les domaines de l'analyse littéraire. Ces techniques ne sont pas vraiment nouvelles puisqu'on doit à des linguistes, les premières contributions à l'analyse lexicale et à l'approche quantitative des textes. Cependant en prenant appui sur ces travaux, et sur les possibilités de la micro-informatique, des logiciels permettent maintenant de rendre ces techniques très facilement accessibles autant du point de vue des ressources qu'elles mobilisent que de celui de la facilité à les mettre en œuvre » (Moscarola, 1995, p. 224).*

Le logiciel AntConc<sup>31</sup> a été choisi et utilisé en tant qu'instrument d'analyse de documentation exploratoire, plutôt qu'outil d'analyse statistique exhaustive, comme c'est souvent le cas avec

---

<sup>30</sup> Version 4.9 disponible à <http://pages.cs.wisc.edu/~ghost/>

des études quantitatives et/ou déductives. Il nous permettra de faire une analyse plus poussée du corpus, nous permettant de nous assurer qu'aucune des thématiques établies dans la première partie n'a été oubliée.

#### **4.2.2.4. Analyse qualitative manuelle des entretiens**

« *Le codage correspond à une transformation – effectuée selon des règles précises – des données brutes du texte.* » (Bardin, 2003, p.134). Nous avons établi une grille de codage, système organisé de « rubriques » et de « catégories », qui nous permettait ensuite de coder le corpus. Cette grille de codage a été réalisée en nous appuyant sur l'exemple de l'annotation pour des extraits de rapports d'activité, proposées par Paillé et Mucchielli (2003).

Sur la base de notre grille de codage, nous tentons de repérer des indices au sein du corpus considéré qui nous permettront de procéder au codage systématique de ce dernier. Il s'agit de confronter les différentes unités du corpus aux catégories définies a priori afin de les affecter dans les catégories dont le sens est le plus proche de leur contenu.

#### **4.2.2.5. Analyse quantitative des documentations**

L'analyse s'est effectuée en trois temps : d'abord juxtaposition du corpus avec le corpus de référence. Cela nous permet de découvrir quels sont les mots et phrases que les fonds ISR mettent en valeur. Ensuite une lemmatisation des mots similaires effectuée en parallèle avec la création d'une liste de mots vides, composée principalement des noms d'entreprises. Finalement l'application de ces deux listes de lemmes et de mots vides sur le corpus. Cela nous offre une vision d'ensemble du discours des prospectus des fonds ISR. Nous présentons de façon plus détaillée les résultats de chaque étape dans le chapitre suivant.

---

<sup>31</sup> Anthony, L. (2011). AntConc (3.2) [Computer Software]. Tokyo, Japan: Waseda University. Available from <http://www.antlab.sci.waseda.ac.jp/>

**Tableau 20 : Modalités du codage**

<b>Code</b>	<b>Hypothèse</b>	<b>Rubrique</b>	<b>Catégorie (mot clé)</b>
H1	L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	Information extra-financière	Information, rapport, données, agence, référence, rating, recherche, étude, critère, règle, extra, note, ressources
H2	Les compétences des analystes buy-side constituent une ressource VRIO pour leurs fonds ISR.	Compétence des analystes buy-side	Analyste, analyse, buy-side, maison, siège, interne, recherche, étude, équipe
H3	Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.	Compétence du gérant de fonds	Gérant, technique, asset manager, mandataire, évaluation, rémunération, appréciation
H4	Le processus de sélection plus long constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Durée du processus de sélection	Processus, construction, sélection, stratégie, opération, exposition, objectif, modalité
H5a	Le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Dialogue entre fonds et entreprise	Dialogue, gouvernance, vote, assemblée générale, activisme, engagement, relation, partenaire, droit
H5b	La mobilisation par les gérants de fonds des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Mobilisation par les gérants de fonds des réseaux RSE	Conférence, formation, débat, initiative, université, école, partenaire
H6a	L'identification des compétences de gérants et/ou analystes constitue une compétence VRIO pour la SGP.	Identification des compétences de gérants/analystes	Gérant, analyste, gestion, expérience, expert, durée, année, an, conseil, exercice, administration, dépositaire, acquise
H6b	L'identification des compétences de gérants et/ou analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.	Affectation par la SGP	
H7	Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	Partage des frais	Frais, coût, commission, récompense, exonération, déduction, gestion, SGP, calcul, prix
H8	Le budget publicitaire attribué par la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	Budget publicitaire attribué	Commercialisation, achat, commerce, vente, publicité, budget, SGP, prospectus, marché, investisseur, rachat, crédit, indice, revenu
H9	La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Disposition à la différenciation commerciale	Dériver, facturé, produit, commerce, marché, commercial, prospectus
H10	L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	Apprentissage entre fonds de la même famille	Relation, réseau, conseil, fonctionnement, assemblé



## **Section 4.3 : Etude quantitative complémentaire**

Après avoir confronté notre étude qualitative avec nos hypothèses, nous avons décidé d'ajouter une étape de validation quantitative complémentaire afin de tester les impacts entre la performance des fonds ISR et les ressources VRIO que nous avons identifiées.

Comme nous l'avons expliqué dans le chapitre 2.1, une des critiques les plus souvent apportées à la RBV, est son manque d'opérationnalisation. En attendant des apports d'autres chercheurs, nous nous limitons à un simple test de corrélation entre les ressources et la performance. Si cette corrélation existe, la modélisation du processus complexe de transformation des ressources en avantage compétitif et de l'avantage compétitif en performance, ainsi que le test du modèle, feront partie de nos ouvertures de recherche.

L'objectif de cette étape est donc de s'appuyer sur une analyse quantitative pour transiter de la partie descriptive à la partie prescriptive de cette recherche. Cette étape est nécessaire car elle nous permet de relier nos positionnements par rapport au champ de recherche en stratégie et en finance. D'autrement dit, ce test complémentaire crée un lien entre avantage compétitif (dans le champ en stratégie) et performance (dans le champ en finance).

Après avoir pu identifier les ressources VRIO qui portent des avantages compétitifs, comme ce que font les recherches en stratégie, nous devons ensuite continuer à arriver aux critères financiers, par exemple leur indicateur le plus étudié la performance. C'est pour cette raison que nous ajoutons un test « rapide », non prévu au départ de ce projet, afin de montrer les rapports entre les ressources VRIO et la performance financière des fonds isr. D'autrement dit, si une ressource VRIO porte des avantages compétitifs, elle a un rapport positif significatif avec la performance. L'objectif est de chercher les « coefficients » de chaque facteur, étant variable, qui donne une influence sur la performance.

### **4.3.1. Choix de la méthode d'analyse**

Pour ce faire nous nous inspirons de la méthodologie utilisée par Aaron et *al.* (2005). Les auteurs ont d'abord administré un questionnaire, ils l'ont par la suite accompagné d'une analyse documentaire des notices de fonds puis ils ont sommairement validé leurs résultats

statistiquement. Pour notre part nous avons procédé avec des entretiens mais cela ne devrait pas rendre notre approche incompatible.

L'objectif des auteurs était d'établir une typologie des styles de gestion (voir section 3.3) c'est pour cette raison qu'ils ont employé l'ACP (analyse en composantes principales). Pour notre part nous cherchons simplement à voir si nos résultats qualitatifs sont dans la bonne voie, c'est pour cette raison que nous nous limitons à une régression multiple.

Se pose ici le problème de la mesure de l'avantage compétitif ou de la performance. Nous avons déjà remarqué dans le chapitre 1.3 que, outre les problèmes des manifestations divergentes des fonds ISR, une des raisons pour lesquelles les résultats des études cherchant à mesurer la performance ont été si divergents est que la finance dispose de plusieurs moyens pour la mesurer. Or, puisque dans cette recherche doctorale nous avons choisi une approche en gestion, nous n'emprunterons pas un modèle financier complet. Nous utiliserons plutôt la performance telle qu'elle est déjà mesurée dans les bases de données financières disponibles. Autrement dit nous ne construirons pas un modèle Fama et French élargi mais nous emprunterons directement son résultat. Si nous trouvons une corrélation, la construction et le test longitudinal du modèle feront encore une fois partie de nos ouvertures de recherche.

Etant donné que les informations concernant les ressources, compétences, processus et capacités que nous avons identifiées ne sont pas communiquées à l'extérieur du fonds, nous avons cherché des variables qui au moins pourraient représenter les deux axes que nous avons discernés, c'est-à-dire le rôle de l'information extra-financière et le rôle des SGP. En ce qui concerne les SGP nous nous basons sur les travaux de Moussavou (2006) qui a construit son étude des SGP autour de 3 axes : contexte, structure et interactions. En ce qui concerne l'information extra-financière et les effets d'apprentissage, nous nous sommes inspirés des variables retenues par Uzzi et Gillespie (2002) pour leur recherche des transferts de connaissances dans les réseaux de financement (« *Knowledge spillovers in corporate financing networks* »). Cependant certaines de ces variables n'étaient pas disponibles dans nos bases de données et nous avons été obligés de nous limiter à une interprétation intelligente des informations disponibles. Comme nous le verrons par la suite, nous avons fini avec un modèle qui comporte plus de variables testant le deuxième axe, parce que ce genre d'information est plus disponible.

### **4.3.2. Construction de l'Echantillon**

Nous nous sommes procuré notre échantillon par l'agence de notation Novethic. Tout comme pour nos entretiens nous nous sommes limités uniquement à des fonds d'actions. Notre échantillon initial de 167 fonds ISR actions a été réduit à 72 entreprises pour des raisons similaires, mais pas identiques, à l'analyse documentaire : les fonds gérés par des SGP étrangères (Luxembourg, Belgique et Angleterre par ordre de quantité de fonds ISR français gérés) peuvent voir leur performance influencée par des variables non-disponibles dans les bases de données spécialisées en fonds d'investissement, directes comme les taxes ou indirectes comme les réseaux des gérants. Les fonds trop récents ont été également éliminés parce que les fonds n'avaient pas d'information sur 3 ans les concernant ; or essayer de corréliser des facteurs structurels à la performance à court terme d'un fonds est quelque chose que, comme on l'a vu dans la section 1.3, des recherches antérieures ont déjà essayé avec des résultats mixtes ou mitigés. Finalement nous avons éliminé certains des fonds nourriciers appartenant à d'autres fonds et dont l'information n'était pas disponible.

### **4.3.3. Collection des données quantitatives**

Les informations disponibles sur Novethic étant assez limitées, nous avons utilisé les bases de données supplémentaires suivantes pour trouver nos variables : Morningstar, Quantalys, AMF, Diane et Factiva. Toute base a été consultée entre le 30/05/2011 et 05/06/2011. Le tableau 21 ci-dessous un récapitulatif des variables récoltées.

Baillargeon (2008) identifie 3 méthodes pour saisir les variables prédictives dans le modèle : standard, pas-à-pas (stepwise) et hiérarchique. Pour notre premier test nous avons utilisé la première, n'intégrant que les variables qui selon nous traduisaient le mieux nos hypothèses de recherche. Par la suite nous avons mis à coté celles qui présentaient une probabilité basse et nous avons continué en employant la troisième approche, dit hiérarchique. A mi-chemin nous nous sommes retrouvés dans une impasse mais nous avons préféré solliciter des bases de données complémentaires pour quantifier davantage de variables plutôt qu'avoir recours à un logarithme de sélection des variables.

**Tableau 21 : Récapitulatif des variables récoltées**

<b>Performance du fonds</b>	<b>Source</b>	<b>Informations relatives au fonds</b>	<b>Source</b>	<b>Informations relatives à sa SGP</b>	<b>Source</b>
Performance 3 ans (%)	Quantalys	Nom du fonds	Novethic	Nom de la Société de gestion	Novethic
Risque (%)	Quantalys	ISIN	Novethic	# fonds ISR gérés par la SGP	Novethic
Alpha (%)	Quantalys	Fonds détient le label Novethic	Novethic	# fonds ISR avec le label Novethic	Novethic
Ecart de suivi (%)	Quantalys	Nom de l'émetteur	Morningstar	Proportion de l'ISR (sur le total des encours de la SGP)	Novethic
Ratio de Sharpe	Quantalys	Adresse	Morningstar	# agences d'informat <sup>o</sup> extra-financière employés par la SGP	Novethic
Ratio d'information	Quantalys	Nature juridique du fonds	Morningstar	Années d'agrément	AMF
		Fonds éligible au PEA	Morningstar	Nombre de fonds gérés	AMF
		Age du fonds	Morningstar	Total des encours de la SGP	AMF
		# de gérants	Morningstar	N° SIRET de la SGP	DIANE
		Date du début du mandat du gérant	Morningstar	# of employés	DIANE
		Frais de souscription (Max)	Morningstar	Turnover (%)	DIANE
		Frais de rachat	Morningstar	Actif immobilisé (moyenne 2 ans)	DIANE
		Frais d'arbitrage	Morningstar	Total Bilan (moyenne 2 ans)	DIANE
		Frais de gestion (Max)	Morningstar	Capitaux Propres (moyenne 2 ans)	DIANE
		Total des frais sur encours	Morningstar	Provisions (moyenne 2 ans)	DIANE
		Encours du fonds	Quantalys	Salaire moyen	Factiva

## Synthèse du chapitre 4

Pour conclure, ce chapitre, qui précise les « techniques » de ce projet, nous permet d'avoir un esprit clair à la fois sur l'épistémologie et sur la méthodologie afin de cadrer la scientificité de la connaissance obtenue et du processus ayant permis cette observation. Les démarches sur la validité et la fiabilité de la recherche ont été mises en œuvre dans tout le déroulement du projet.

Nous illustrons l'ensemble de nos trois étapes de démarches empiriques effectuées dans ce projet par le tableau 22 ci-dessous, pour la collection des données et pour l'analyse des données.

**Tableau 22 : Résumé des démarches empiriques effectuées**

	Processus principal		Processus complémentaire
	<b>Etape 1</b> Etude qualitative	<b>Etape 2</b> Etude qualitative	<b>Etape 3</b> Etude quantitative
<b>Collecte des données</b>	Entretiens exploratoires, accompagné des documentations	Etude des prospectus des fonds ISR	Données secondaires disponibles dans des bases de données
<b>Analyse des données</b>	Analyse de contenu : analyse manuelle qualitative	Analyse de contenu : analyse statistique des fréquences	Modélisation par régression linéaire multiple



## Chapitre 5 : Résultats

Le chapitre précédent a présenté les principes épistémologiques et méthodologiques de ce projet doctoral. Dans ce chapitre nous continuons à détailler les résultats obtenus après les analyses qualitative et quantitative que nous avons entreprises.

Dans la première section, nous commençons par présenter nos démarches effectuées et les résultats provenant des entretiens exploratoires avec des analystes extra-financiers et des gérants de fonds ISR. Dans la deuxième section, nous présentons les résultats obtenus lors de l'analyse de la documentation produite par ces fonds ISR. Nous résumons tous nos résultats obtenus à partir des données qualitatives par une synthèse dans la troisième section. Avant de passer notre résultat descriptif, nous entamons un test quantitatif complémentaire dans la quatrième section pour s'assurer que nos résultats qualitatifs ne sont pas déconnectés de la réalité.

En se basant sur ces résultats synthétiques nous avons comme objectif de vérifier si nos hypothèses de départ établies à la fin de la première partie concernant les ressources et les leviers des fonds ISR sont confirmées ou rejetées. La juxtaposition avec les hypothèses et le résultat de notre test quantitatif complémentaire serviront comme base pour le chapitre suivant qui tentera de répondre à nos questions de recherche concernant les ressources et leviers stratégiques des fonds ISR, ainsi que leurs impacts sur la performance des ISR.



## Section 5.1 : Résultats des entretiens exploratoires

Dans cette section nous présentons les entretiens exploratoires que nous avons conduits dans le cadre de cette recherche doctorale. Nous avons choisi de présenter les entretiens exploratoires d'abord pour deux raisons : le déroulement de ces entretiens a eu lieu avant l'analyse de contenu et le retour de personnes interviewées nous a permis de mieux appréhender - et donc coder - une partie de la documentation. Nous avons conduits 12 entretiens au total. La plupart des interviewés sont un âge supérieur à 40 ans et ils ont une expérience riche dans le métier. Nous les regroupons en fonction du statut des interviewés (cf. tableau 22) afin de les présenter.

En raison de la sensibilité et de la particularité du métier (ex. électif très faible dans ce type d'entreprise) et à la suite de la demande des interviewés, nous les présentons de façon anonyme. Ils sont codifiés de façon suivante : « A » pour les analystes, « G » pour les gérants de fonds ISR, « E » pour les experts du domaine, « GG » pour les gérants de fonds grecs.

**Tableau 23 : Répartition du statut des interviewés**

Statuts des interviewés	Nombre d'interviewés	Codes
Analystes extra-financiers	4	A-1, A-2, A-3, A-4
Gérants des fonds ISR	3	G-1, G-2, G-3
Experts du domaine	3	E-1, E-2, E-3
Gérants de fonds ISR grecs	2	GG-1, GG-2

A noter que les entretiens ne sont pas présentés dans l'ordre chronologique absolu. Au contraire, nous avons choisi de les regrouper d'une façon parallèle à notre jeu d'hypothèses. Autrement dit, puisque nous avons fait des hypothèses différentes pour les analystes et pour les gérants de fonds nous avons choisi de présenter aussi les entretiens relatifs de façon séparée. Nous pensons que ce découpage est indispensable puisque nous avons comme objectif ultérieur de traiter chacun de ces métiers comme ressource différente à la disposition des fonds ISR.

Il faut signaler qu'étant donné le caractère exploratoire des entretiens, les réponses ne sont pas forcément présentées dans l'ordre. Dans la présentation de chaque catégorie d'entretiens, nous précisons d'abord les démarches que nous avons entreprises pour nous voir accordé ces entretiens, ainsi que la façon dont ces entretiens se sont déroulés. Par la suite nous présentons de façon synthétique les réponses de nos interlocuteurs. Leurs réponses sont regroupées en trois grandes catégories suivantes : organisation, pratiques et stratégie.

Cependant, certaines réponses obtenues sont souvent assez variables et il n'est pas possible de les regrouper. Dans ce cas-là, nous présentons les informations fournies par chaque interlocuteur concernant chaque thème. Ceci est particulièrement vrai pour les réponses concernant l'organisation des fonds gérés par la SGP des interlocuteurs.

### **5.1.1. Entretiens avec les analystes ISR**

Comme l'indique le tableau 23 récapitulatif ci-dessus nous avons réussi à effectuer quatre entretiens avec des analystes extra financiers. Nos démarches sont les suivantes.

Les interviewés A-1 et A-2 étaient des analystes âgés de la quarantaine, ayant une riche expérience dans ce métier. Les entretiens se sont effectués dans leurs bureaux respectifs en face. Nous avons suivi l'ordre des questions présentées dans le guide d'entretiens pour la plupart et les entretiens ont duré plus de 2 heures.

L'interviewée A-3 était une analyste âgée d'une trentaine. Nous avons pu discuter une heure environ suite à la rencontre lors d'une conférence. Cela a été suivi et complété par un entretien téléphonique et par un nombre important d'échanges de mails vu le caractère informel de notre rencontre initiale.

L'interviewé A-4 travaillait pour le compte d'une SGP dont la maison mère est britannique, âgé de la trentaine. Suite à notre contact initial par un échange d'une demi heure par téléphone, nous avons pu réaliser un entretien face à face de plus d'une heure hors de son bureau. Nous avons pour la plupart sollicité des clarifications concernant notre entretien avec son collègue grec. De nombreuses vérifications suivantes se sont ensuite mises en œuvre par mail afin d'avoir un retour plus particulier concernant les pratiques de leur bureau français.

Nous tirons les résultats suivants à partir de ces 4 entretiens avec les analystes ISR, en fonction de l'organisation, des pratiques et de la stratégie.

### 5.1.1.1. Concernant l'organisation

L'interlocuteur A-1 nous a expliqué que leur offre ISR était relativement récente. Ils se basent principalement sur des informations produites par des agences de notation extra-financière puisqu'ils n'ont pas, au moins d'après son estimation, réussi à avoir une « masse critique » d'analystes spécialisés en ISR. Cependant il tient à rappeler que son entreprise a été une des rares banques françaises qui ont opté pour une « finance responsable », autrement dit intégrer un reporting DD et entreprendre des initiatives écologiques pour réduire leur « empreinte écologique ». Nous pouvons comprendre par cela que notre interlocuteur estime que l'attention de son entreprise à sa responsabilité sociale a été départagée entre finance et investissement et que cela expliquerait son relatif retard.

L'interlocuteur A-2 a peint une image d'une offre ISR complète avec une volonté de conjuguer l'approche anglo-saxonne de l'ISR à l'approche française de gestion d'actifs.

L'interlocutrice A-3 nous a expliqué que, jusqu'à récemment, leur offre ISR se concentrait principalement sur l'aspect éthique. Cependant ils proposaient désormais un fonds vert. Suite à notre enquête elle nous a précisé que les analystes responsables pour le traitement des informations extra-financières travaillent dans les deux offres, sans faire de distinction.

L'interlocuteur A-4 nous a expliqué, tout comme son collègue grec nous l'avait prédit, que malgré le fait que le siège du groupe se trouve bien à Londres, le pôle qui s'occupe de l'ISR se trouvait à Paris. Il a expliqué que cela était dû à deux raisons : le rachat d'une banque française qui avait déjà une offre ISR ; et la création de ce qui lui semble être un « pôle de compétences ISR » en France, et à Paris plus particulièrement. Suite à notre requête pour plus d'informations concernant son positionnement au sein de la SGP il nous a expliqué qu'il était rattaché aux autres analystes, c'est-à-dire ceux qui sont responsables de l'étude du marché français, et qu'ils rendaient compte tous ensemble au siège à Londres. Ils sont tous rattachés à la branche d'asset management européen. Il nous a précisé que, malgré l'existence d'un fonds DD européen (pour compléter celui du DD international), son équivalent américain se focalisait sur la RSE et qu'il est géré exclusivement à Londres.

### **5.1.1.2. Concernant les pratiques**

Nous avons observé que les propos des interviewés se sont rejoints quant aux pratiques observées. Tous les interviewés ont été fiers de souligner que leur pratiques étaient d'essayer d'intégrer le plus possible des techniques quantitatives.

De plus, tous les interviewés mentionnent des formations organisées chaque année pour intégrer des nouvelles techniques et des évolutions concernant le reporting sociétal et la « divulgation environnementale ».

Par ailleurs, tous les analystes ont pris le temps de souligner que leurs sources d'information ne se limitaient qu'aux agences de notation mais qu'ils entreprenaient la collecte d'informations eux-mêmes.

### **5.1.1.3. Concernant la stratégie**

Malgré le fait que les interviewés n'étaient pas directement responsables de la gestion d'un fonds ISR, nous avons l'impression qu'ils ont été impatients de discuter leur stratégie. Nous avons tenté de regrouper ici leurs points de vue :

- Stratégie de mise à jour : les clients des OPCVM semblent avoir des soucis quant à la légitimité des méthodes de reporting, alors les fonds ISR montrent une volonté d'adopter les méthodes les plus nouvelles afin de les rassurer.
- Stratégie de volume : d'après les interviewés, les fonds ont une volonté d'augmenter les effectifs des analystes pour pouvoir exploiter un volume de reporting DD croissant.
- Stratégie d'arbitrage : malgré le fait que les SGP embauchent des analystes extra-financiers, les interviewés affirment que l'information de provenance des agences de notation n'est pas reléguée au second rang. Une grande partie de l'information nécessaire pour suivre les critères d'exclusion provient toujours des agences de notation extra-financière. Un tel comportement semble confirmer notre hypothèse que l'information (extra-financière) constitue une ressource pour les fonds – les éléments les plus importants du processus opérationnel sont traités en interne tandis que les moins importants sont sous-traités.
- Stratégie de mutualisation : les informations produites par les analystes ne sont pas réservées exclusivement aux gérants de fonds ISR – elles sont disponibles aussi pour

d'autres gérants de la famille des fonds. En effet, au moins d'après les deux premiers interviewés, il y a eu des antécédents de gérants de fonds traditionnels de la même famille s'intéressant à cette production d'information.

### **5.1.2. Entretiens avec des gérants de fonds ISR**

Comme l'indique le tableau récapitulatif ci-dessus nous présentons ensuite les trois entretiens réalisés avec des gérants de fonds ISR.

L'interlocutrice G-1 était une gérante de fonds âgée d'une quarantaine d'années, responsable de l'offre ISR. Nous avons eu deux entretiens chacun d'une durée d'une heure respectivement qui ont été complétés par un échange mail ainsi que par une rencontre informelle lors d'une conférence dont nous avons profité pour relancer des questions dont les réponses ont été sommaires.

L'interlocuteur G-2 était un gérant de fonds âgé d'une quarantaine d'années. L'entretien s'est déroulé en face à face dans son bureau pendant plus d'une heure avec un suivi par mail pour compléter certaines questions qui ont du être traitées rapidement par souci de contraintes de temps.

L'interlocuteur G-3 était un gérant de fonds ISR âgé d'une cinquantaine d'années dont la maison mère se situe en Allemagne. C'est grâce à son aide, nous avons pu effectuer des entretiens complémentaires avec un gérant de fonds grec (voir ci-dessous). L'entretien a duré environ une heure et il s'est déroulé en partie en anglais. En raison des contraintes de temps et également de communication nous avons continué l'élaboration d'une partie du guide d'entretien par l'échange des mails complémentaires.

Dans les trois cas les interlocuteurs ont bien voulu joindre à leurs réponses par mail les plaquettes détaillant l'offre ISR au sein de leur SGP. Ces informations ont été utilisées pour compléter notre traitement des entretiens avec une analyse qualitative de la documentation, détaille dans la section qui suit.

Les résultats obtenus les suivants :

### **5.1.2.1. Concernant l'organisation**

L'interlocutrice G-1 nous a expliqué que jusqu'à récemment leur offre ISR se concentrait principalement sur l'aspect éthique. Cependant ils proposaient désormais des fonds verts. Les analystes maison pour le traitement des informations extra-financières travaillent dans les deux offres, sans faire de distinction. Ses réponses étaient similaires à celle de l'analyste A-1, à l'exception que son SGP disposait d'une offre ISR encore plus complète.

L'interlocuteur G-2 nous a expliqué que leur offre ISR n'était pas encore concrétisée et que ces dernières années ils ont vu les fonds qu'ils proposent changer d'appellation. Lui-même s'est vu attribué le fonds qu'il gère actuellement suite à un remaniement au sein de la SGP. Cependant il a souligné à maintes reprises le nombre important des analystes extra-financiers maison qui, d'après lui, constituerait ce qui le différencie leur famille des fonds de la concurrence.

L'interlocuteur G-3 nous a été présenté en tant que responsable des fonds verts. Suite à une demande de précision de sa place dans l'organigramme de l'OPCVM, il nous a expliqué qu'il disposait d'une équipe d'analystes exclusivement ISR et un rattachement à la gestion des fonds internationaux. Il fournissait effectivement les informations à toutes les filiales européennes. Quant à la gestion du fonds de leaders DD européens dont son homologue grec nous a parlé, l'interlocuteur nous a expliqué qu'il s'agissait d'une tentative d'élargir l'offre ISR en intégrant des données fournies par des analystes extérieurs, dont apparemment l'agence de notation extra-financière VIGEO.

### **5.1.2.2. Concernant les pratiques**

Les réponses se rejoignent sur ce sujet. Tous les fonds mentionnés par les interviewés sont gérés de façon active, suivant les conventions du secteur, leur turnover inférieur à 100% par an, sauf en cas de grandes annonces de la part des entreprises dans la composition du portefeuille. La performance des fonds est toujours comparée à des indices boursiers environnementaux (FTSE Environmental Technology 50 et HSBC Global Climate Change Index) et jamais à des indices industriels traditionnels.

Concernant la sélection de ces derniers, les quatre interlocuteurs nous ont parlé sans exception de critères d'exclusion et de critères de sélection positive. Le poids des critères utilisés

semblait varier mais ils ont tous mentionné, sans exception, les critères mentionnés dans la littérature académique dominante (cf. chapitre 1.2), c'est à dire les relations de travail, les clients, l'environnement et les parties prenantes.

Quand nous les avons questionnés, les quatre interlocuteurs nous ont confirmé que leurs SGP avaient tous une politique de formation et de mise à niveau. Ces pratiques ne se limitent pas uniquement à l'ISR mais, concernant les critères ISR, ils ont effectivement toujours été introduits avec une formation pour accompagner leur introduction, et font l'objet de mise à niveau régulière.

Nous avons quand même constaté des divergences au sujet de l'activisme. L'interlocuteur G-3 ne l'a pas mentionné et quand nous avons enquêté davantage a répondu qu'une éventuelle utilisation du droit de vote ne rentrait pas dans la « mission statement » de leurs fonds verts. Côté interlocuteurs français, celui qui travaillait pour la banque britannique a semblé être beaucoup plus enthousiaste mais il se peut que le chercheur ait confondu sa jeunesse avec de l'enthousiasme.

### **5.1.2.3. Concernant la stratégie**

Pour répondre à la question de l'évolution à court terme envisagés, le premier interlocuteur nous a informés que, pour le moment, l'évolution de l'offre ISR dépend de la façon dont les clients potentiels perçoivent l'ISR. Les deux autres interlocutrices n'ont pas fait le lien avec la clientèle, passant directement la discussion de la vision stratégique à long terme des fonds.

Concernant la stratégie à long terme, les réponses des interviewés varient. Nous avons tenté de regrouper les approches évoquées :

- Stratégie de commercialisation : tous les interlocuteurs sont d'accord sur le fait que le marché ISR n'a pas encore atteint une taille optimale. Ils ont indirectement exprimé le souhait que leur maison mère commercialise plus de produits ISR afin de familiariser le consommateur avec les principes DD, investissement verts, etc.
- Stratégie de communication : d'après les trois interlocuteurs les fonds ont tous besoin d'avoir davantage de couverture médiatique. Ils ont souvent parlé de l'impact que puisse avoir un fonds ISR sur la réputation d'une entreprise. Il s'agit en quelque sorte du complément de la première notion de stratégie de commercialisation, pour se rapprocher des « industriels ».

- Stratégie d'évolution : comme on l'a vu ci-dessus, les interlocuteurs pensent que le marché n'est pas encore 100% prêt pour une offre ISR et que cela rendait le secteur attractif. Cependant le premier et troisième interlocuteur ont exprimé des doutes en ce qui concerne l'offre ISR actuelle au sein de leurs SGP, laissant entendre qu'éventuellement il faudrait revoir l'offre et adapter son contenu, ultérieurement en intégrant des pratiques d'activisme à l'anglo-saxonne.
- Stratégie de croissance : sans exception tous les interlocuteurs semblaient optimistes pour le futur. Tous les trois m'ont assuré que l'encours de fonds n'allait que grossir.

Suite à notre question sur la perspective d'embaucher davantage d'analystes « *in house* » pour gérer les flux d'information extra-financière nécessaires, les réponses étaient certes divergentes. Les interlocuteurs G-1 et G-2 ont répondu dubitativement « oui », étant donné la sclérose du marché de travail français. L'interlocuteur de la filiale allemande a été plutôt négatif en faisant appel à la mauvaise conjoncture économique et financière.

- Stratégie de formalisation : cette stratégie complète la précédente. Tous les interlocuteurs nous expliquent que c'est dans l'intérêt de leurs fonds de faire davantage appel aux agences de notation extra financière, à des cabinets externes spécialisés et surtout à des organismes de certification. Comme le premier interlocuteur l'a dit, ça leur permet non seulement de « *réduire les coûts mais aussi établir un produit reconnaissable* ». De plus il leur semble que cette reconnaissance du produit financier éthique passe par l'homogénéisation, puisque tous les trois passeront finalement par les mêmes « fournisseurs » d'information.
- Stratégie de mutualisation : il semble que, sans exception, chaque fonds est impliqué dans des groupements d'investisseurs institutionnels avec des motifs éthiques et avec plusieurs initiatives liées au Développement Durable. Au même temps ils bénéficient de plusieurs accréditations. Le résultat est que, d'après l'interprétation du chercheur, aucun des interlocuteurs n'a réussi à définir une stratégie sans faire référence aux autres fonds du secteur. Toute stratégie semble se dessiner en concertation avec les autres acteurs du secteur, fonds de gestion concurrents ou analystes extra-financiers.

### **5.1.3. Entretien avec des experts du domaine**

Nous avons également complété notre étude qualitative avec trois entretiens avec des experts du domaine. Il s'agissait des rencontres dans un contexte informel et nous n'avons pas

forcement suivi toutes les questions dans le guide d'entretien chaque fois. Pour les interlocuteurs E-1 et E-3, nous les avons directement questionnés sur leur collaboration avec les fonds ISR, en posant uniquement des questions concernant leur stratégie pour cadrer la discussion et respecter leur contraintes de temps.

Etant donné la flexibilité que nous nous sommes permis, cette sous-section ne sera pas découpée en Démarches et Résultats comme les autres ; nous présenterons les informations obtenues de façon synthétique.

L'interlocuteur E-1 travaillait dans une association française dans le domaine de la normalisation, un organisme de certification. Il était âgé de la quarantaine et s'occupait de l'évaluation du degré d'intégration des principes du développement durable au sein des organisations dans le secteur banque-assurance. Notre première question a été de savoir combien de fonds ISR ont voulu obtenir cette certification. Nous avons appris que, malgré le fait que cette norme était en effet aussi déclinée pour le secteur de banque et assurance, elle n'était pas adaptée aux fonds d'investissement, alors le problème ne se posait pas. Suite à notre requête pour apprendre s'il y avait une volonté d'adopter la norme ou en créer une nouvelle afin d'offrir une certification pour répondre à une éventuelle demande, il nous a répondu que cela aurait à voir avec les éventuelles modifications de la prochaine norme ISO 26000. Il a rajouté qu'en tout cas, pour le moment, il n'y avait pas une demande de certification de la part des fonds ISR parce que, pour le moment, ça se faisait à l'intérieur du secteur d'offre ISR. A noter que cet interlocuteur s'est autoproclamé « sceptique » par rapport à l'ISR et nous a conseillé de contacter un de ses collègues.

L'interlocuteur E-2 qui travaillait dans la même association qu'E-1, et dont nous avons eu les coordonnées par l'intermédiaire du premier interlocuteur, était âgé de la trentaine et s'occupait lui aussi dans le secteur de la banque-assurance. Comme le premier interlocuteur nous en a informés, cet interlocuteur présentait un certain enthousiasme par rapport à l'ISR et pendant notre entretien téléphonique nous avons repris avec lui l'ensemble du guide d'entretien. Malgré le fait qu'il ne travaillait pas directement pour le compte d'un OPCVM et/ou une SGP, ses réponses ont été très riches, et suite à cet entretien, nous avons procédé à une calibration du guide d'entretien par rapport à nos hypothèses.

L'interlocuteur E-3 a été une femme de la trentaine qui travaillait dans une agence de notation, qui faisait partie de l'équipe qui avait rédigé le rapport de l'agence sur l'évolution du secteur

de l'ISR. L'échange a été très intéressant vu que ses objectifs ont été très similaires aux nôtres. Concernant la stratégie des fonds elle nous a fait remarquer leur évolution exponentielle ces dernières années. D'après elle, la question n'est pas « *si* » ce type d'investissement fera partie un jour de l'offre OPCVM classique mais « *quand* ». Elle estime que le marché est « *tiré par les consommateurs* » et qu'il y a de plus en plus de la demande pour de tels produits. Une autre remarque qu'elle a faite était qu'en France, contrairement aux autres pays européens, les fonds ISR qui semblent avoir le plus de succès sont ceux qui se prononcent « de solidarité », plus que les autres déclinaisons tels qu'éthiques ou DD. Elle nous a expliqué que la plus grande partie de la commercialisation se fait par les canaux de commercialisation des banques et des assurances. Les OPCVM qui n'y sont pas rattachés sont en effet des entreprises dont le métier principal est l'asset management pour le compte d'autres investisseurs institutionnels, la commercialisation auprès du public étant un effet secondaire.

#### **5.1.4. Entretiens complémentaires avec des gérants des fonds ISR grecs**

Nous présentons enfin deux entretiens complémentaires. Jusqu'à maintenant notre revue de littérature et nos recherches empiriques se sont implicitement limitées à la France. Cependant nous nous sommes permis d'enquêter auprès de deux gérants de fonds ISR grecs. Plusieurs raisons ont motivé cette initiative.

A l'heure actuelle la construction du marché ISR en Grèce n'est pas encore mûre. Notre objectif est toujours la meilleure compréhension des processus à l'intérieur des fonds ISR – et nous espérons que, dans un environnement moins complexe que ne l'est actuellement celui du marché ISR grec, nous pourrions identifier plus facilement les ressources et leviers stratégiques à la disposition des fonds ISR.

De plus, en enquêtant auprès des fonds ISR grecs nous pouvons vérifier si le processus de construction du marché suit une démarche similaire à celle que nous avons décrite dans la section 1.1, et, si c'est le cas, établir les parallèles entre les ressources utilisées. Le cas échéant voir si cela est lié avec des ressources-clés qui éventuellement manquent en Grèce.

Pour finir, toujours parce que l'environnement grec est moins complexe, nous espérons que le feedback des gérants de fonds nous permettra de mieux apercevoir les motivations fondamentales des gérants de fonds français – suivant la logique que, même si l'environnement français contient davantage d'acteurs les comportements des fonds ISR ne

seront pas radicalement changés étant donné qu'ils suivent toujours les mêmes prérogatives financières qui servent comme lignes directrices à tout investisseur basant son comportement sur le modèle rationnel du MEDAF.

Etant donné l'origine grecque du chercheur, il s'est avéré plus facile de trouver un terrain dans son pays natal, la Grèce. Nous avons commencé par consulter le site web de la commission des opérations de bourse Grecque (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) pour nous procurer la liste des SGP (ΑΕΔΑΚ) opérant en Grèce<sup>32</sup>. Nous avons procédé à une rapide enquête téléphonique pour déterminer s'ils proposaient des fonds ISR et, si c'était le cas, s'ils seraient d'accord pour se faire interviewés. Le résultat a été la conduite de deux entretiens avec des gérants auprès de deux fonds.

Le premier SGP est une filiale de la banque britannique maison-mère de l'interlocuteur A-4 et le second est une filiale de la compagnie d'assurance maison mère de l'interlocuteur G-3. Les deux SGP ont leurs bureaux à Athènes centre ville, où se sont déroulés les entretiens. Dans les deux cas nous avons interviewé le gestionnaire de fonds responsable pour l'offre ISR. Le premier interlocuteur GG-1 est un homme de la cinquantaine, le deuxième GG-2 est un homme plus jeune, vers la trentaine. Aucun des deux n'a voulu que plus d'informations soient divulguées concernant l'identité du fonds. Contrairement avec nos entretiens en France, aucun des deux n'a accepté que l'entretien soit enregistré. Ayant enquêté sur l'impossibilité d'enregistrer les interviews lors du contact téléphonique initial, nous avons procédé à une prise de notes à la main.

Dans un effort de cadrer mieux les informations lors de l'entretien et pour compenser l'inexpérience du chercheur les interviews ont été conduites avec une copie du guide d'entretien traduite en grec. Les entretiens ont duré plus d'une heure et demie chacun respectivement.

#### **5.1.4.1. Concernant l'organisation**

Les deux SGP sont d'une taille petite. Le premier compte 13 personnes et le deuxième dix, dont la moitié des gérants des fonds. La petite taille des fonds s'explique par le fait que la commercialisation de leurs produits se fait par l'intermédiaire des filiales bancaires en Grèce de leurs maisons mères. Les SGP ne s'occupent ni de la vente, ni du marketing de leurs fonds.

---

<sup>32</sup> <http://www.hcmc.gr/pages/aedak.asp?catID=113> consulté le 11 mai 2008

Chaque fonds relève de la responsabilité d'uniquement un gérant, la responsabilité n'étant jamais partagée. Dans les deux cas l'interviewé était l'unique responsable de l'offre ISR du fonds, gérant 2 et 3 fonds respectivement. Ces fonds là n'étaient pas leur unique responsabilité, chaque OPCVM commercialisant une trentaine de fonds.

Dans les deux cas les offres ISR commercialisées comportaient des portefeuilles internationaux, et non pas uniquement des entreprises grecques. Dans le premier cas l'interviewé gérait un portefeuille d'actions dit « développement durable » européen, et un autre dit international. Dans le deuxième cas, il y avait deux « fonds verts », européen et international, mais aussi un fonds de « leaders de Développement Durable européens ».

#### **5.1.4.2. Concernant les pratiques**

Le premier interviewé GG-1 nous a expliqué qu'il ne participait pas activement à la formation du portefeuille. Il le recevait déjà prêt depuis les bureaux des analystes de la maison mère. Il est intéressant de noter ici qu'il a mentionné que ces analystes ISR se trouvaient à Paris, et non pas à Londres comme nous aurions pu croire. Quand nous l'avons questionné s'il avait le droit de l'adopter pour le marché grec il a répondu qu'il n'a pas encore eu besoin de le faire, sans vouloir répondre avec un oui ou un non, même après une relance de la question sous une forme modifiée, plus tard, dans le cours de l'entretien. Nous n'avons pas pu vérifier si cette réponse était causée par une règle tacite de souscrire les parts du fonds français tel quel ou par une indifférence ou manque d'initiative de la part de notre interlocuteur lui-même. Nous accusons ici le manque d'expérience du chercheur.

Ensuite nous lui avons demandé, puisque l'offre ISR était en quelque sorte imposée par la société mère, s'il y a eu une formation de mise à niveau sur la problématique ISR. L'interlocuteur nous a répondu qu'en effet il y a eu une formation d'une semaine sur l'ISR, toujours à l'initiative de la direction. Il a ensuite poursuivi en expliquant qu'il s'agit d'une politique de l'OPCVM de mettre à niveau l'ensemble de ses gérants chaque fois qu'il y a introduction d'un nouveau produit financier et l'a comparé avec une mise à niveau similaire concernant l'introduction des « Blue Chips » il y a une décennie. Ayant poursuivi la discussion, notre interlocuteur remarque que lorsqu'il gérait des Blue Chips il avait été formé et a eu rapidement l'opportunité de les adapter au marché grec. Mais il a vite complété qu'il était trop tôt pour voir.

Le deuxième interviewé GG-2 ne s'occupait pas de la constitution du portefeuille non plus, s'occupant seulement du suivi de la performance. Cependant une différence est que, concernant le fonds des leaders DD européens, l'interlocuteur semblait être plus concerné, ayant mentionné qu'il s'informait désormais sur l'évolution environnementale des entreprises constituant ses parts. Cela vient en contradiction avec la gestion symbolique des 2 autres fonds.

Suite à la présentation de l'organisation de la SGP par l'interlocuteur nous l'avons questionné sur son activité de gestion et les compétences qu'il utilisait. Tout comme le premier interviewé il nous a expliqué que la composition des portefeuilles leur était « recommandée » par les analystes de la maison mère en Allemagne. Suite à notre demande de précisions, il a affirmé ne jamais avoir amendé les deux premiers. Concernant le troisième fonds, celui des leaders DD européens, d'après ce que nous avons pu comprendre, il estimait que les clients grecs du fonds ne sauraient pas comprendre la différence et choisissait de suivre les analystes de la maison mère.

Suite à une question sur les codes de conduite et la mission statement du fonds, notre interlocuteur a voulu nous rappeler que le marketing du fonds n'équivaut pas « constitution » (en allemand). Nous avons reformulé ses propos sous forme de question pour demander plus de précisions. Il semble que notre interlocuteur voulait dire par cela que le statut du fonds reste inchangé, et que les préoccupations DD sont pour lui des arguments de vente.

Contrairement à ce qu'a pu nous décrire l'interlocuteur précédent, cet OPCVM n'a pas engagé une formation dédiée à la problématique ISR, ayant au choisi de l'intégrer aux formations annuelles que tous les gérants de fonds doivent suivre.

Il faut ici souligner qu'à chaque fois que nous posons une question concernant l'activisme, la réponse des interlocuteurs a été incrédule. La notion de l'utilisation de droits de vote ne leur semblait pas fait partie de ce que devait être la préoccupation d'un gérant de fonds. Le deuxième interlocuteur a rajouté que cela restait éventuellement à la discrétion du Conseil d'Administration de l'OPCVM.

#### **5.1.4.3. Concernant la stratégie**

En posant la question de la stratégie de commercialisation de leur offre ISR à notre premier interlocuteur, il s'est positionné par rapport à deux axes. Le premier était l'attrait de l'ISR

pour la protection contre la « mauvaise publicité ». Il a contrasté les investisseurs institutionnels, dont son fonds mais aussi les fonds de retraite, avec les fonds alternatifs. Il a parlé de stabilité contre « spéculation ». Le deuxième était que l'ISR était « marketable » et nous a expliqué qu'en Grèce il y a un nouveau marché de « investissement thématique » vert.

En lui posant la question de la stratégie à long terme pour exploiter ce marché, il nous a répondu qu'il était quand même trop tôt. Certes d'ici 6 mois cette « mode » n'allait pas changer mais sur un horizon « macro » c'était impossible à deviner. Il a parlé ensuite de « bon sens » et a rappelé les bienfaits d'une bonne réputation. D'après lui, les problématiques de réputation n'étaient pas forcément liées avec l'ISR mais avec la stabilité, l'objectif étant la prévention des crises. Nous devons ici rappeler que cet entretien a effectivement eu lieu l'été 2008 en pleine crise financière.

Pour répondre à la question s'il avait quelque chose à rajouter, notre interlocuteur a voulu nous rappeler que ce qu'on appelle « la finance » ne peut pas changer sans que son 3<sup>ème</sup> pilier, c'est-à-dire les investisseurs non-institutionnels, non-régulés, dont les fonds alternatifs, ne s'alignent pas sur ce changement en l'adoptant. Il a conclu en rappelant qu'il semblait que les fonds alternatifs seront les derniers à s'aligner sur l'ISR.

L'interviewé GG-2 semblait être persuadé qu'une forte poussée marketing était recommandée pour assurer la place de l'ISR. Il estimait que la vision de la maison mère tombait pile le bon moment et que promouvoir ces fonds en Grèce était un mouvement stratégique opportun parce que le marché semblait être propice.

Il a continué en soulignant l'importance de la communication. Il a expliqué que la filiale bancaire grecque de la maison mère (qui, on le rappelle, commercialise les fonds gérés par la filiale SGP grecque) n'a fait qu'une campagne publicitaire « au strict minimum » et qu'il imaginait qu'avec un marketing plus efficace le fonds pourrait être beaucoup plus attirant. Il a ensuite fait une assez grande parenthèse expliquant comment le comportement du consommateur grec moyen du comportement des consommateurs occidentaux. En revenant sur le sujet il a remarqué qu'une association pour la promotion de l'ISR grec modelée à peu près comme celle déjà créée il y a deux ans pour la promotion du RSE en Grèce pourrait peut-être faire avancer les choses.

## **5.1.5. Documentation complémentaire procurée lors des entretiens**

Nous présentons rapidement les résultats de notre analyse qualitative de la documentation accompagnant les entretiens. Comme nous avons expliqué dans la section précédente, nous avons demandé à nos interlocuteurs de nous donner (en mains propres ou par mail) des informations pour compléter notre compréhension de l'organisation, des méthodes et de stratégie de leurs fonds. Nous les avons par la suite utilisés pour compléter nos entretiens. Elles ont également constitué la base sur laquelle nous avons pu étudier le reste des prospectus. A noter que, puisque nous disposons déjà de l'interprétation des gérants de fonds concernant ces informations, nous leur avons attribué un poids plus grand pendant notre analyse.

Pour les fonds dont les plaquettes commerciales n'étaient pas disponibles lors de notre entretien ou sur leur site web, nous avons par la suite consulté la base DIANE, disposant les coordonnées des entreprises françaises, y compris mails et téléphones. Ayant trouvé leurs coordonnées, nous avons demandé par mail aux OPCVM démarchés leurs prospectus, rapports mais aussi plaquettes commerciales et éventuellement tout autre information qu'ils souhaiteraient nous faire parvenir. Pour ceux qui n'ont pas répondu ou ceux qui nous ont envoyé uniquement des informations déjà disponibles sur leur site web, nous avons procédé à une relance par téléphone.

### **5.1.5.1. Codage**

Ce type de documentation complémentaire des fonds interviewés a été traité en même temps et dans le même processus avec les retranscriptions des entretiens effectués. Nous avons pu distinguer les grands thèmes suivants :

- Partie Statutaire
- Statistiques
- Notice légale
- Accréditation
- Historique du Fonds
- Avertissements
- Problématique RSE/DD/ESG
- Introduction à l'ISR

- Composition indicative d'un portefeuille : par secteur
- Composition indicative d'un portefeuille : par pays (chez A-4, G-3, GG-2 et GG-2 uniquement)
- Glossaire (chez G-3) ou FAQ (chez A-4)

### **5.1.5.2. Observations**

Notre première investigation des nous permet de tirer les résultats intérimaires suivants :

- Il ne semble pas y avoir de divergences en ce qui concerne le discours dans les thématiques suivantes : gestion, performance, notice légale, ISR.
- Les divergences portent sur les définitions RSE/DD/ESG retenues.
- Les informations sont succinctes et présentées de façon très compartimenté.

Cette première lecture dévoile que les thèmes opérationnels tels que les pratiques, l'évaluation, les valeurs de Développement Durable, les paramètres de gouvernance, les détails d'instruments tels que screening ou exercice des droits de vote, etc. sont bien présents.

La trouvaille la plus intéressante a été celle des gérants de fonds externes. Seule la documentation fournie par l'interlocuteur A-4 explique systématiquement que la SGP choisie est en effet une filiale à 100%. Dans les autres cas la relation juridique entre le fonds et les gérants de fonds n'est pas explicité. Cependant le lecteur peut deviner que le fonds et sa SGP appartiennent à la même maison mère sans être obligé à recourir à une source d'information externe puisqu'ils portent des dénominations et/ou initiales similaires. Exception ici a été le cas de la documentation fournie par l'interlocuteur G-2 où la relation entre fonds ISR et SGP n'est pas suffisamment explicité dans la documentation et nécessite un recours à une source d'information extérieure ; ce n'est que après consultation d'une source d'information externe que le lecteur peut découvrir que suite à une fusion la SGP fait, effectivement, partie du même groupe que l'OPCVM et le distributeur du fonds.

De plus, le fait que les différentes parties des prospectus sont très cloisonnées veut dire qu'elles se prêteraient à une analyse informatisée dans le cas d'un nombre plus important des documents à étudier, comme nous le verrons dans la sous-section suivante.

### 5.1.6. Synthèse des entretiens

Définis par la stratégie de la recherche, les entretiens nous ont initiés à l'organisation des fonds ISR ainsi qu'à leur horizon stratégique. Nous rappelons que nous comptons sur l'étude documentaire pour étudier le discours officiel des fonds ISR et les méthodes qu'ils affichent utiliser. Nous regrettons cependant de ne pas avoir pu rencontrer un « equity trader » qui aurait pu nous aider comprendre l'aspect opérationnel très peu élaboré dans la littérature française actuelle.

Cependant nous pensons pouvoir tirer plusieurs conclusions intermédiaires qui nous seront utiles pendant l'analyse lexicale des documentations puisqu'ils nous permettront un meilleur traitement des informations.

Premièrement, l'assimilation de la notion « fonds » avec celle d'« investisseur institutionnel » est trompeuse. Le secteur est composé de plusieurs types d'entreprise, de plusieurs formes et structures en interdépendance entre elles. Il s'agit d'une dimension dont la littérature fait complètement abstraction. Ainsi nous nous devons de nous poser la question de cette hétérogénéité lorsque nous faisons nos conclusions par rapport à leur stratégie. Il peut s'avérer qu'elle ne soit pas homogène.

Deuxièmement les efforts de divers investisseurs institutionnels pour promouvoir l'ISR se font en concertation. Nous pouvons donc tirer déjà une conclusion intermédiaire par rapport à leur stratégie : nous avons entendu souvent l'expression « construire le marché ». Cette notion semble confirmer les travaux de Penalva-Icher (2006) sur les réseaux de professionnels ISR.

Troisièmement, les méthodes utilisées pour la gestion de portefeuilles ISR font souvent l'objet de formations. Ce n'est pas clair : nous ne pouvons pas savoir si cela est en raison du fait que les méthodes sont en train de changer et donc pas encore concrétisées, ou parce que les managers et les analystes n'ont pas été suffisamment formés. La dernière interprétation pourrait signifier qu'il existe des différences fondamentales entre méthodes ISR et celles utilisées jusqu'à maintenant au sein des OPCVM.

Quatrièmement, les SGP sont en cours d'intégrer leurs départements ISR. Leur structure n'est pas encore figée. Le positionnement de leur offre n'est pas figé non plus, c'est-à-dire que les définitions des objectifs varient considérablement à l'intérieur d'une famille de fonds, et les

notions RSE/DD ne sont pas toujours adressés de la même façon. En d'autres termes, outre le marché, les investisseurs institutionnels semblent en mutation eux-mêmes.

Cinquièmement, les notions de RSE/DD sont limitées aux critères de sélection. Nous ne trouvons pas d'informations portant sur les pratiques des asset managers ni des analystes. Seulement les interlocuteurs de la banque britannique ont mentionné des initiatives « *green banking* » mais celles-ci se limitent effectivement à la branche banque, et ne s'étendent pas à la branche asset management. Dans d'autres termes, nous ne trouvons pas de phénomènes de réflexivité. Cela semble expliquer pourquoi la littérature qui étudie les relations ISR-RSE étudie uniquement la relation dans un sens linéaire, c'est-à-dire l'influence des investisseurs institutionnels sur les fonds, les deuxièmes n'ayant pas d'impact apparemment sur les premiers. Cela est cependant conforme à la théorie de l'agence et aux principes de gouvernance d'entreprise.

## **Section 5.2 : Résultats de l'étude des documentations**

Afin de compléter la conduite des entretiens exploratoires et de pouvoir répondre à nos questionnements concernant les ressources et leviers stratégiques des fonds ISR, cette section présente les résultats de nos études sur les documentations, suite aux analyses quantitatives que nous avons entreprises. Ayant déjà exploré la validité de notre méthode dans le chapitre 4, nous précisons dans cette section nos résultats obtenus.

Suite au traitement notre corpus final consistait en 58 prospectus de fonds ISR et un corpus de référence de 18 prospectus de fonds traditionnels. Sans faire de segmentation poussée, traitant le corpus en tant qu'ensemble, cette lecture des rapports confirme en général qui a été décrit dans la partie revue de la littérature (Gumb, 2007) :

- Le contenu des rapports est homogène, en structure et en taille
- Les rapports intra-catégorie sont de même taille
- Les rapports des fonds traditionnels sont moins volumineux que ceux de fonds ISR
- La logique est plus descriptive qu'évaluative

Nous présentons les résultats en fonction de trois étapes : d'abord juxtaposition du corpus avec le corpus de référence. Cela nous permet de découvrir quels sont les mots et phrases que les fonds ISR mettent en valeur. Ensuite une lemmatisation des mots similaires effectuée en parallèle avec la création d'une liste de mots vides, composée principalement des noms d'entreprises. Finalement l'application de ces deux listes de lemmes et de mots vides sur le corpus. Cela nous offrira une vision d'ensemble du discours des prospectus des fonds ISR.

### **5.2.1. Juxtaposition avec le corpus de référence**

Le lecteur peut consulter le résultat brut de la première juxtaposition des deux corpus en annexe 2. Nous avons pu remarquer trois choses :

Premièrement, comme c'est souvent le cas, sans traitement préalable il y avait certains mots répétés. Nous avons donc construit une liste des mots à regrouper en lemmes. Il faut noter ici que cette première lemmatisation doit se faire discrètement parce qu'elle peut influencer le

test du rapport de vraisemblance. Comme nous l'avons déjà annoncé, la lemmatisation poussée se fera dans l'étape suivante. Cependant, les mots répétés peuvent perturber le processus d'interprétation. C'est pour cette raison, et aussi par un souci de présentation, que nous avons choisi de lemmatiser, uniquement les mots qui se répétaient au sein des premiers 30 mots.

**Tableau 24: Liste de mots lemmatisés**

Lemme	Mots
durable	durable, durables, durablement
socialement	socialement, social, sociale
responsable	responsable, responsables
environnement	environnement, environnementaux, environnementale, environnemental
solidaires	solidaires, solidaire
éthique	éthique, éthiques
développement	développement, developpement

Deuxièmement certains noms propres des SGP et/ou dépositaires des fonds ISR figurent dans la liste. Ça aussi est normal : puisque ces sociétés ne figurent pas forcément dans notre corpus de référence, le test du rapport de vraisemblance leur attribue une valeur élevée, malgré leur fréquence moins importante. Nous les avons donc filtrés.

Troisièmement certains mots avaient un sens particulier lié au contexte du corpus que nous avons étudié en explorant leurs collocations :

- Le mot « extra » paraît toujours sous la forme « extra-financier » ou ses déclinaisons
- Le mot « humaines » paraît toujours sous la forme de « ressources humaines » ; l'unique fois où le mot ressource paraît tout seul est sous la forme de « ressources énergétiques »
- Le mot « sell » paraît, à une exception près, toujours soit sous la forme de « sell and buy-back » soit « buy and sell back »

Nous transposons ci-dessous le résultat final. Il s'agit des trente mots qui différencient le plus le discours des fonds ISR de notre échantillon par rapport aux fonds traditionnels.

**Tableau 25 : Liste des 30 mots les plus fréquents dans le corpus**

Rang	Keyness	Mot	Fréquence	Rang	Keyness	Mot	Fréquence
1	341.243	socialement	618	16	22.087	ressources humaines	40
2	184.894	durable	383	17	22.087	VIGEO	40
3	176.812	SICAV	756	18	21.899	actionnaires	162
4	125.590	développement	349	19	20.983	répond	38
5	122.583	ISR	222	20	19.962	entreprise	161
6	100.609	responsable	213	21	18.299	institutionnels	110
7	90.937	environnement	253	22	18.074	catégories	174
8	62.414	critères	471	23	17.670	insertion	32
9	61.843	extra-financière	112	24	17.323	initiale	128
10	49.143	éthique	89	25	17.117	sell/buy-back	31
11	46.383	gouvernance	84	26	16.565	CCFD	30
12	40.861	solidaires	74	27	16.020	assemblée	194
13	36.874	action	486	28	16.013	notées	29
14	29.817	partenaires	54	29	15.461	sociétaux	28
15	28.815	relations	84	30	14.909	réseaux	27

Nous avons choisi de nous limiter à trente mots parce que au delà les valeurs du test de rapport de vraisemblance deviennent moins importantes. Nous avons voulu limiter nos remarques à des éléments significatifs :

Comme attendu, les premiers mots sont ceux qui sont liés avec les spécificités de l'ISR : socialement (1), durable (2), développement (4), ISR (5), responsable (6), environnement (7), éthique (10), gouvernance (11), solidaires (12).

Cependant le mot « SICAV » arrive au 3ème rang, et ce avec une fréquence plus importante que le lemme « sociétal », lui-même composé par mots. Notre seule interprétation est que, en éliminant les fonds nourriciers, majoritairement des FCP, nous avons biaisé notre échantillon ISR à inclure davantage des SICAV.

Le mot « critères » arrive au 8ème rang, lui aussi avec une fréquence importante. Notre étude de collocations a montré qu'il n'est pas forcément utilisé en conjonction avec les descriptifs ESG.

Le mot « extra-financière » (9) est majoritairement utilisé avec les mots « information(s) » et « critère(s) ». Malheureusement il n'est pas utilisé à côté des mots souvent associés à l'organisation et/ou aux processus d'une entreprise.

Le mot « action » (13) figure dans la liste en raison des expressions comme « action contre la faim » ou « action solidaire » qui s'ajoutent à l'utilisation ordinaire du mot dans les prospectus, c'est-à-dire celle d'un titre financier, ce qui explique la fréquence totale plus importante par rapport au corpus de référence.

Le mot « partenaires » est le plus souvent utilisé dans le contexte stakeholder comme par exemple dans « partenaires d'entreprise ».

Les mots « VIGEO » (17) et « CCFD » (26) ont une fréquence faible mais ils sont présents dans la liste vu leur spécificité en tant que agence de notation et ONG, respectivement.

Le mot « relations » (14) est le plus souvent accompagné des mots « actionnaires » (18), « entreprise » (20) et « assemblée » (27). Il en va de même pour le mot « réseaux » (30). Nous remarquons que le mot « vote » est absent de cette liste malgré sa fréquence de 299. La raison est la récente exigence de l'AMF qui oblige tout fonds, ISR ou traditionnel, d'inclure sa politique de vote ; donc sa fréquence n'est pas plus importante par rapport au corpus de référence.

Le mot « répond » (19) concorde toujours avec un des mots suivants : principes, besoins, souci, normes et objectifs. Il apparaît dans cette liste parce qu'il semble être toujours utilisé pour expliquer le processus de screening.

Le mot « institutionnels » (21) figure sur la liste mais il ne semble pas avoir une collocation particulière et ses concordances semblent uniformes entre tous les textes ; son interprétation est donc difficile. Il existe toujours la possibilité que la taille de notre corpus ne soit pas suffisante. Cependant notre interprétation est que le mot apparaît sur cette liste parce que le processus de sélection plus long des fonds ISR les oblige à être davantage explicites dans leurs prospectus, pour être conforme avec les exigences de divulgation de l'AMF ; ces répétitions font que des mots comme institutionnels se répètent davantage que pour les fonds traditionnels.

Le mot « catégories » (22) concorde toujours avec les mots « actions », « parts », « titres » et plus rarement « obligations ». Normalement ce mot devrait être aussi bien utilisé par les fonds traditionnels que par les fonds ISR ; le fait qu'il figure lui aussi sur cette liste corrobore notre interprétation précédente : les fonds ISR suivent des processus plus longs pour choisir leurs investissements et cela se traduit par des prospectus plus volumineux.

Le mot « insertion » (23) est principalement concordant avec les mots « travail » et « emploi » et mentionné lui aussi pendant la définition des objectifs de gestion du fonds.

Le mot « initiale » (24) est employé toujours après les mots « souscription » ou « valeur ». Nous pensons qu'il apparaît dans centre liste pour les mêmes raisons que le mot SICAV – c'est-à-dire parce que nous avons biaisé l'échantillon quand nous avons exclu les fonds nourriciers.

La présence des mots « sell and buy-back » et « buy and sell back » est très intrigant : nous avons exclus de notre échantillons les fonds, ISR ou traditionnels, spécialisés dans d'autres compartiments de la bourse que les actions. En principe tout fonds a la liberté d'investir un pourcentage, défini dans son statut, de ses flux à l'extérieur du compartiment. Cependant nous nous retrouvons actuellement avec un corpus des fonds ISR qui semblent investir davantage dans le marché monétaire. Nous pouvons interpréter cela de deux façons : soit comme une confirmation du rapport Eurosif qui expliquait que, suite à la crise, les fonds ISR découvrent les autres compartiments du marché ; soit comme une confirmation des recherches ayant trouvé que les fonds ISR sont plus risqués, puisque les sell-back and buy-back sont des opérations plus risquées que le contrat repo standard du marché monétaire à court terme. Une étude quantitative du risque des fonds ISR par rapport à leur indice de référence pourrait nous éclairer par rapport au degré de risque associé.

Enfin, le mot « notées » (28) n'est pas privilégié dans les prospectus des fonds ISR (fréquence 29). Les fonds semblent préférer écrire qu'ils prennent en considération les recommandations des agences, plutôt que détailler le processus de sélection des entreprises notées « Investment Grade » ou « ++ ». Le mot apparaît cependant sur cette liste juste parce qu'il est concordant une dizaine de fois avec des critères ESG.

Les spécificités du discours ISR semblent donc mettre en valeur les nouveautés de l'ISR ; les concordances nous donnent des appuis pour accepter que toutes les ressources identifiées lors des entretiens passent le critère de « inimitabilité » du VRIO.

### **5.2.2. Lemmatisation et mots vides**

Après avoir juxtaposé le corpus des fonds ISR avec les fonds traditionnels, nous pouvons procéder à la lemmatisation du corpus. Nous avons reconstitué une liste de lemmes reconstituée à partir du « Lexique français pour l'analyse automatique » de l'ENS Lyon compilé par J. Beney<sup>33</sup>.

Deux listes de mots vides ont été compilées au fur et à mesure : une des mots communs<sup>34</sup> tels que les prépositions, articles et pronoms et une des noms propres des SGP et autres sociétés mentionnés dans les prospectus.

### **5.2.3. Application au corpus**

Après avoir paramétré nos listes et notre logiciel, nous reprenons l'analyse du corpus. Le volume des résultats est trop important pour les transposer tous ici. Nous nous limitons à la présentation des 50 premiers lemmes ; la liste complète est jointe en annexe 3.

---

<sup>33</sup> Disponible à <http://jeanbeney.ouvaton.org/grafra/dico.html>

<sup>34</sup> Elaborée à partir de <http://members.unine.ch/jacques.savoy/clef/index.html>

**Tableau 26 : Liste de 50 mots significatifs les plus utilisés dans les prospectus ISR**

Rang	Fréquence	Lemme	Mots du lemme
1	13173	être	es 1 est 4954 sera 456 seraient 1 serait 5 seront 203 soient 6 soit 676 sont 3989 était 9 étant 186 été 610 êtes 1 être 2076
2	6166	opcvn	
3	5744	gestion	gestion 5739 gestions 5
4	4133	pouvoir	peut 2070 peuvent 1027 pourra 547 pourraient 12 pourrait 34 pourrez 1 pourrons 2 pourront 181 pouvait 4 pouvez 11 pouvoir 77 pouvoirs 134 puis 15 puisse 18
5	4130	action	action 486 actions 3644
6	4113	valeur	valeur 2871 valeurs 1242
7	4052	frais	frais 4052
8	3963	part	parts 3963
9	3518	fonds	fonds 3518
10	3251	titre	titre 699 titres 2552
11	3234	commission	commission 1548 commissions 1686
12	3058	avoir	a 2161 aient 25 auraient 2 auront 16 avait 1 avoir 171 avoires 120 ayant 216 eu 3 ont 343
13	2990	actif	actif 2020 actifs 970
14	2551	marché	marché 880 marchés 1671
15	2547	souscription	souscription 1883 souscriptions 664
16	2524	investissement	investissement 2040 investissements 484
17	2446	fcp	
18	2404	risque	risque 1730 risques 674
19	2148	liquidatif	liquidative 2128 liquidatives 20
20	2040	rachat	rachat 1457 rachats 583
21	1778	financier	financier 345 financiers 1433
22	1675	tout	tous 872 tout 487 toutes 316
23	1646	cas	cas 1646
24	1573	compte	compte 762 comptes 811
25	1565	autre	autre 510 autres 1055
26	1489	instrument	instrument 69 instruments 1420
27	1406	porteur	porteur 523 porteurs 883
28	1391	opération	opération 239 opérations 1152

29	1379	jour	jour 956 jours 423
30	1376	taux	taux 1376
31	1269	article	article 1245 articles 24
32	1251	droit	droit 881 droits 370
33	1198	portefeuille	portefeuille 1174 portefeuilles 24
34	1189	chaque	chacun 49 chacune 46 chaque 1094
35	1184	investisseur	investisseur 851 investisseurs 333
36	1170	transaction	transaction 643 transactions 527
37	1157	euro	
38	1148	facturé	facturé 86 facturée 66 facturées 230 facturés 766
39	1111	performance	performance 802 performances 309
40	1080	dépositaire	dépositaire 1080
41	1069	exercice	exercice 1007 exercices 62
42	996	cours	cours 996
43	992	net	net 888 nets 104
44	987	acquis	acquis 45 acquise 599 acquises 343
45	983	an	an 186 année 233 années 34 ans 530
46	974	montant	montant 956 montants 18
47	972	indice	indice 725 indices 247
48	925	fonctionnement	fonctionnement 925
49	915	Prospectus	prospectus 915
50	885	Néant	néant 885

A l'exclusion des mots banals, la quasi-totalité des mots sont juridiques ou financiers, ce qui corrobore encore Gumb (2007). A l'inverse, l'occurrence des mots managériaux tels « organisation », « procédure », « technique » semble absente. Seul le mot « fonctionnement » apparaît en 48<sup>ème</sup> place. Il sera donc difficile de tirer des conclusions à partir de leur discours quant au critère *organisation* du VRIO des ressources à leur disposition. Nous devons nous baser sur nos entretiens.

## Section 5.3 : Confrontation avec les hypothèses

Après avoir présenté les résultats de notre étude qualitative, nous les confrontons avec nos hypothèses.

### **Hypothèse 1 : Rejetée**

*L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

Elle est disponible dans sa forme « brute » au public, c'est-à-dire dans la forme dont l'entreprise d'origine l'a publiée. Elle est également disponible (pour un prix) aux fonds concurrents, y compris les fonds traditionnels. Elle est également disponible aux autres fonds de la même famille et ces derniers ne sont pas contraints de l'ignorer. Elle ne qualifie donc ni le premier critère (de *valeur*) ni le deuxième (de *rareté*) ni le troisième critère (d'*inimitabilité*) du VRIO.

### **Hypothèse 2 : Rejetée**

*Les compétences des analystes buy-side constituent une ressource VRIO pour leurs fonds ISR.*

Les compétences sont substituables par les agences de notation. Les SGP font un arbitrage entre l'achat d'informations extra-financières auprès des agences de notation et l'entretien d'un analyste maison. C'est-à-dire qu'un analyste extra-financier buy-side est, certes, de *valeur*, *rare* mais il est toutefois substituable, ce qui veut dire qu'il ne remplit pas le critère d'*inimitabilité*.

### **Hypothèse 3 : Validée**

*Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.*

La gestion des fonds ISR en France suit le modèle classique de « un fonds, un gérant ». Nos entretiens ont fait ressortir que le caractère de fonds reste alors très personnel, ainsi que leur stratégie. Ainsi le changement des gérants pendant la vie du fonds est presque perçue comme un échec. Nous pouvons donc considérer que les compétences des gérants qualifient comme ressources stratégiques selon les critères VRIO : ils apportent de la *valeur*, ils sont *rare*s et *non-substituables*, et c'est eux qui *organisent* toute activité d'un fonds.

#### **Hypothèse 4 : Validée**

*Le processus de sélection plus long constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Le processus de sélection est plus long pour les fonds ISR. Cela ressort pendant nos entretiens mais aussi pendant notre analyse lexicale – les prospectus des fonds ISR sont plus longs et détaillés. C’est grâce à cette période plus longue que l’information extra-financière peut être prise en compte – ce qui ne semble pas être le cas pour les fonds classiques. D’après les entretiens effectués, c’est cette internalisation d’informations extra-financières qui permettrait aux fonds ISR d’afficher leur surperformance.

#### **Hypothèse 5a : Rejetée**

*Le processus d’apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Les fonds ISR français ne semblent pas suffisamment actifs au niveau activisme, engagement ou lobbying pour qu’on puisse parler d’un retour de type double boucle. Par conséquent il est trop tôt pour que nous puissions parler de mobilisation des réseaux spécifiques aux gérants ISR ou d’apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises. Le rejet de cette hypothèse vient saper la position des partisans de l’existence des liens ISR-RSE.

#### **Hypothèse 5b : Validée**

*La mobilisation des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Contrairement à l’hypothèse précédente, les fonds ISR français sont très actifs quand il s’agit d’étaler leur réseau. Nous constatons qu’ils le font de façon systématique, remplissant le critère d’*organisation* ; par contre cela nécessite des dépenses importantes de la part des SGP ce qui rend ces activités rares, remplissant le critère de *rareté*. Le potentiel de *valeur* des réseaux a été démontré par des recherches en finance comportementale<sup>35</sup>. Le critère d’*inimitabilité* ne pose pas problème pour le moment puisque, comme l’ont remarqué les interlocuteurs, le marché est suffisamment neuf pour tout projet de ce type. Nous qualifions donc cette capacité comme VRIO.

---

<sup>35</sup> cf. section 3.2.

### **Hypothèse 6a : Validée**

*L'identification des compétences de gérants et/ou analystes constitue une compétence VRIO pour la SGP.*

Nos interlocuteurs gérants ou analystes ont insisté sur les exigences des SGP au niveau de formation continue. Nous avons déjà vu que dans le secteur financier<sup>36</sup>, les formations de certifications sont très fréquentes ; mais étant donné que l'ISR est à la fois relativement nouveau et en pleine mutation, des formations de mise à niveau sont encore plus fréquentes. Ces initiatives remplissent tous les critères VRIO : elles sont *coûteuses*, *rare* par définition, *inimitables* parce qu'ils servent à raffiner la formation d'un employé, et nécessitent que la SGP adapte son *organisation* pour accommoder les heures requises pour la formation.

### **Hypothèse 6b : Rejetée**

*L'identification des compétences des gérants et/ou des analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.*

Nous n'avons pas eu suffisamment d'informations pour pouvoir valider cette hypothèse.

### **Hypothèse 7 : Validée**

*Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

Malgré le fait que nos interlocuteurs pendant les entretiens n'étaient pas inclinés de répondre, notre étude des documentations, ainsi que notre test statistique semblent corroborer cette hypothèse. Cependant, il faut rappeler ici nos échantillons n'ont pas été conséquents ; il est probable qu'il s'agit d'un effet limité aux fonds spécialisés actions, le marché obligataire ne nécessitant pas forcément d'autant de dépenses au niveau recherche : par exemple il n'y a pas des droits de votes associés avec les titres donc le fonds n'a pas besoin de dépenser du temps ou des ressources là-dessus. Il s'agit d'une limite potentielle de notre recherche.

### **Hypothèse 8 : Rejetée**

*Le budget publicitaire attribué par la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

---

<sup>36</sup> cf. section 2.3.

**Rejetée** : Les plaquettes que nous avons étudié pour compléter nos entretiens n'étaient pas davantage soignées que celles des fonds traditionnels. Au contraire, les plaquettes des fonds de la même famille se ressemblent tous, sans exception. Les SGP ne semblent pas vouloir promouvoir intentionnellement leurs fonds ISR.

Quand nous avons cherché les informations sur le site web des SGP, les produits ISR n'étaient pas davantage valorisés. Au contraire on pourrait même aller jusqu'à dire que les fonds ISR et les informations les concernant étaient difficilement accessibles

Le même phénomène est valable pour les prospectus que nous avons étudiés pendant notre analyse lexicale. Certes ils étaient plus longs mais la différence était limitée à la description des critères ESG. Comme nous l'avons vu dans la section 5.2 la différence au niveau contenu entre les deux se limitait à l'inclusion de quelques catégories supplémentaires et ne se manifestait pas par un effort de type marketing.

En d'autres termes, certes, le budget publicitaire est de *valeur* (coût important) et d'une *rareté* (flux de fonds limités) pour les fonds ISR mais il est cependant quasiment dupliqué par les autres fonds de la même famille, ce qui veut dire qu'il ne remplit pas le critère d'*inimitabilité*.

### **Hypothèse 9 : Validée**

*La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Malgré le fait que nous n'avons pas pu trouver des éléments corroborant cette hypothèse pendant nos analyses lexicale et quantitative, cette notion a beaucoup surgi lors des entretiens. D'après nos interlocuteurs l'initiative pour la constitution d'un fonds ISR s'est fait à chaque fois de façon top-down ; la volonté initiale a été d'élargir l'offre de la famille des fonds ; les interlocuteurs étaient passionnés par rapport aux opportunités ouverts pour leur employeur, la SPG ; des projets pour davantage des fonds ISR ou l'élargissement vers les fonds solidaires étaient chaque fois déjà en route. Nous faisons confiance donc à nos données primaires et nous considérons qu'elle est validée.

### **Hypothèse 10 : Validée**

*L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Nos entretiens ont révélés que les OPCVM mettent l'accent sur les formations des gérants de fonds et/ou des analystes buy-side. Non seulement pour se renseigner quant aux nouvelles techniques de valorisation du DD/RSE, c'est-à-dire au niveau méthode, mais aussi pour se renseigner sur les formations au niveau éthique d'entreprise. Ces témoignages confirment recherches les antérieures présentées en section 1.3 qui avait trouvé que les fonds ISR spécialisés affichent une meilleure performance : plus une SGP se concentre à l'ISR, plus le phénomène d'apprentissage est accéléré et l'information extra-financière mieux décodée et donc mieux utilisée pour construire un portefeuille.

Nous synthétisons l'ensemble de résultats dans le tableau 26 ci-dessous.

**Tableau 27 : Synthèse de la confrontation des résultats avec les hypothèses**

	Hypothèses liées à la nature de l'information extra-financière et ses conséquences			Hypothèses liées au fonctionnement traditionnel des SGP		
<b>Ressources spécifiques</b>	<b>H1</b>	L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	<b>Rejetée</b>	<b>H6a</b>	L'identification des compétences des gérants et/ou des analystes constitue une compétence VRIO pour la SGP.	<b>Validée</b>
	<b>H2</b>	Les compétences des analystes buy-side constituent une ressource VRIO pour leurs fonds ISR.	<b>Rejetée</b>	<b>H6b</b>	L'identification des compétences de gérants et/ou analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.	<b>Rejetée</b>
	<b>H3</b>	Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.	<b>Validée</b>	<b>H7</b>	Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	<b>Validée</b>
				<b>H8</b>	Le budget publicitaire attribué par la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.	<b>Rejetée</b>
<b>Leviers stratégiques</b>	<b>H4</b>	Le processus de sélection plus long constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	<b>Validée</b>	<b>H9</b>	La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	<b>Validée</b>
	<b>H5a</b>	Le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	<b>Rejetée</b>	<b>H10</b>	L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	<b>Validée</b>
	<b>H5b</b>	La mobilisation des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.	<b>Validée</b>			

## Section 5.4 : Résultats de l'étude quantitative complémentaire

Nous présentons dans cette section les résultats de notre étude quantitative complémentaire.

### 5.4.1. Robustesse du modèle retenu

Nous avons fixé à 0,05 le seuil de Probabilité (P-value) pour rejeter une variable explicative du modèle. Nous avons testé contre les 6 mesures de performance proposés par la base données consultée. Nous nous sommes contentés d'un modèle qui interprète le Ratio d'Information en incorporant 7 variables. Nous rappelons ici que le Ratio d'Information peut représenter le rendement moyen d'un actif par rapport à la moyenne d'un point de référence, divisée par l'erreur de suivi de ce dernier.

**Tableau 28 : Robustesse du modèle**

<i>Coefficient de détermination R<sup>2</sup> ajusté</i>	<i>Valeur critique de F</i>
0,358849357	6,13656E-06

Notre modèle est statistiquement « correct » avec une valeur de R<sup>2</sup> ajusté faible mais significative car  $F < 1\%$ . Le coefficient de détermination est de seulement 35% ce qui pose des doutes quand à la capacité prédictive du modèle. Avec seulement 72 observations une valeur R<sup>2</sup> ajusté faible est inévitable. Cependant le test de Fisher nous incite à présenter quand même au lecteur nos résultats, en faisant un appel pour des recherches complémentaires avec un échantillon plus large dans le futur.

**Tableau 29 : Interprétation des paramètres**

	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Probabilité</i>
Constante	0,416546596	0,2494359	0,099812775
# agences d'info extra-financière employées par la SGP	0,090653741	0,037672764	0,019010723
Proportion de l'ISR (sur le total des encours de la SGP)	-0,790213779	0,338070586	0,022557072
Actif Immobilisé de la SGP (par rapport à moyenne)	-0,126433119	0,04415326	0,005658646
Nature juridique du fonds (FCP = 0, SICAV = 1)	0,817640155	0,202966573	0,000151521
Fonds éligible au PEA (Non = 0, Oui = 1)	0,436086541	0,182821579	0,020036141
Frais de gestion (Max)	-34,88740739	10,76703906	0,001896598
Age fonds * # gérants	0,015659881	0,007383674	0,037812017

## 5.4.2. Interprétation des variables explicatives

La constante  $B_0$  du modèle est de 40% mais pas statistiquement significative avec un P supérieur à notre seuil de Probabilité de 0,05. Cela voudrait dire que les variables que nous avons choisies expliquent bien le modèle.

Variable « # agences utilisées » : le coefficient de cette variable est de 9% et statistiquement significatif. Donc un fonds qui utilise une agence de plus gagnerait, en moyenne, 9% sur son Ratio d'Information. Cela semble confirmer nos hypothèses concernant l'importance de l'information extra financière.

Variable « Proportion de l'ISR » : d'après cette variable une SGP ajoute 1% de l'ISR dans ses encours, son ratio d'information devrait perdre 79% de sa valeur. Nous pensons que, étant donné le  $R^2$  ajusté faible du modèle il suffirait de dire que cette variable insinue que les fonds ISR ne sont pas efficaces : plus une SGP se concentre sur l'ISR, moins ses fonds seront performants par rapport à leur indice de performance. Nous pouvons interpréter ce résultat controversé de plusieurs façons : soit comme une confirmation des recherches ayant proposé que l'horizon réduit de l'ISR devrait impacter leur performance ; soit comme confirmation de nos suspicions de subvention des premiers fonds ISR à l'intérieur de chaque famille des fonds ; soit en observant qu'il y a toujours la possibilité que l'indice de référence utilisé par la base de données consultée soit inadapté. En tout cas ce résultat indique que nous avons eu raison de chercher les paramètres de la performance des fonds ISR à l'intérieur des familles de fonds, et cette corrélation devrait faire l'objet des recherches complémentaires.

Variable « Immobilisations de la SGP » : avec un coefficient de -0,12, cette variable insinue qu'une augmentation de 1% des immobilisations aurait comme conséquence une perte de 12% sur le ratio d'information du fonds. Notre interprétation est que l'activité de gestion ne nécessite pas de dépenses importantes pour des Immobilisations Incorporelles, Immobilisations corporelles ou Immobilisations financières, et donc une augmentation des immobilisations signifieraient que la SGP est en train de se diversifier vers d'autres activités (ex. gestion alternative, gestion sous mandat, etc.), ce qui expliquerait l'impact négatif sur la prime de risque.

Variable « Nature juridique du fonds » : cette variable indique que, en moyenne, le gérant d'une SICAV ISR affiche un Ratio d'Information 81% plus important que celui d'un FCP

SIR. Il s'agit de la variable la plus significative de notre modèle, avec une probabilité d'erreur égale à 0,01%. Notre interprétation est que, puisque les SICAV ont une personnalité morale et sont donc assujetties à des obligations de reporting et de contrôle plus strict que les FCP, d'après la théorie de l'agence, les gérants des SICAV devraient être plus attentifs quant au respect des consignes de performance par rapport à l'indice de référence, stipulées dans le prospectus du fonds.

Variable « Eligibilité PEA » : cette variable indique que, en moyenne, un fonds éligible pour un Plan d'Épargne en Actions, affiche un Ratio d'Information 43% supérieur à un fonds non-éligible. Notre interprétation est que, pour remplir les conditions du PEA, l'univers d'investissement est réduit ; donc c'est plus facile pour les gérants de fonds ISR éligibles au PEA de suivre leurs indices.

Variable « Frais de gestion » : cette variable indique que, en moyenne, pour une augmentation des frais de gestion du fonds de l'ordre de 1%, le Ratio d'Information du fonds perdra 3488% sur son Ratio d'Information. A noter qu'il ne s'agit pas d'une erreur : le coefficient est si important parce que, dans la pratique, les frais des fonds sont quasi-identiques puisqu'ils ont tous les mêmes fournisseurs buy-side. De plus les frais, tant de recherche que de transaction, dépendent de l'indice de référence. La compétition au niveau des frais avec les autres fonds se fait donc sur des fractions de pourcentages. En d'autres termes, un fonds n'augmentera jamais ses frais de 1% d'un coup. Cette variable affiche le coefficient de corrélation le plus important mais, puisque le rendement final d'un portefeuille dépend des frais imposés par la SGP, il faut s'attendre à ce que les deux valeurs soient fortement corrélées. Nous interprétons cela comme preuve que nos observations ont un vrai sens et qu'elles ne sont pas le pur produit du hasard provoqué par la taille limitée de notre échantillon.

Variable composée « Age fonds \* # gérants » : cette dernière variable est plus difficile à interpréter. D'après nos hypothèses initiales et nos premiers résultats qualitatifs, l'expérience du gérant joue bien un rôle à la performance du fonds. Or souvent le nom du gérant et par conséquent la date du début de son mandat n'était pas affiché dans les bases de données que nous avons consultées. Nous l'avons donc approximé en combinant la variable « âge du fonds » (qui tout seul affichait une probabilité de 0,18) avec la variable « nombre des gérants responsables du fonds » (0,69). Ensemble elles affichent une probabilité inférieure 0,03 ; nous pensons donc qu'ils sont une bonne approximation de l'expérience cumulative des gérants d'un fonds.

### **5.4.3. Transposition avec la partie qualitative et rencontre avec les hypothèses**

Les informations récoltées ci-dessus pendant cette étude quantitative nous permettent de faire les commentaires suivants par rapport à notre étude qualitative :

#### **Hypothèse 1 : Rejetée**

*L'information extra-financière constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

Notre étude qualitative a rejeté cette hypothèse. Notre étude quantitative a cependant trouvé que plus un fonds emploie des informations extra-financières, meilleure sera sa performance. Cependant, le fait que le coefficient de la variable « # agences utilisées » n'était pas si important que d'autres, combiné avec les limites inhérents d'un échantillon de taille limitée mentionnés ci-dessus, nous incitent à être prudents et de ne toujours pas accepter cette hypothèse comme validée.

#### **Hypothèse 3 : Validée**

*Les compétences du gérant de fonds constituent une ressource VRIO pour leur fonds ISR.*

Notre étude qualitative a validé cette hypothèse. Notre étude quantitative renforce la validation de cette hypothèse, au moins au niveau de « valeur » et d'« inimitabilité ». Notre variable « Age fonds \* # gérants » indique que le nombre des gérants multiplie l'effet expérience à l'intérieur d'un fonds. Notre modèle donc a confirmé que les fonds gérés en équipe sont suffisamment rares pour que la gestion en équipe soit considérée comme un élément de différenciation.

#### **Hypothèse 6b : Rejetée**

*L'identification des compétences des gérants et/ou des analystes et leur affectation par la SGP au fonds constitue un processus VRIO pour les fonds ISR.*

Malheureusement, même après notre étude quantitative, nous ne disposons toujours pas de suffisamment de données pour pouvoir valider cette hypothèse.

### **Hypothèse 7 : Validée**

*Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP constitue une ressource VRIO pour les fonds ISR.*

Notre étude qualitative a validé cette hypothèse. Notre étude quantitative a démontré que performance et frais de gestion sont inséparables. La variable « Frais de gestion » était de loin la plus importante dans notre modélisation. Nous pensons donc que ces résultats soulignent la tentation que subit une SGP de subventionner les frais d'un fonds avec la surperformance d'un autre.

### **Hypothèse 9 : Validée**

*La disposition à la différenciation commerciale des SGP constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Notre étude qualitative a validé cette hypothèse. Notre étude quantitative corrobore cette hypothèse de façon indirecte : la variable « proportion de l'ISR » présente un coefficient négatif, ce qui insinue que, plus une SGP propose des fonds ISR, moins ils sont performants. Cela semble confirmer l'idée d'entassement à l'intérieur des SGP, de compétition entre les fonds pour les mêmes clients et du besoin inhérent pour la différenciation au sein d'une famille (Hervé, 2006). Notre interprétation est que, au début un fonds ISR est introduit au sein d'une famille des fonds pour y attirer des nouveaux encours et leur SGP est prête de les subventionner puisque ses frais de gestion ne sont pas encore si importants. Le nouveau fonds affiche une surperformance artificielle. Une fois que le fonds ISR attire lui même des encours importants il pose les mêmes problèmes d'entassement que tout autre fonds et, au même temps, ses frais de gestion deviennent trop importants pour être subventionnés, ce qui résulte à une perte de la surperformance initiale performance. Il ne s'agit que d'une interprétation parmi plusieurs possibles mais, en tout cas, nous considérons qu'il s'agit d'une piste de recherche fertile.

### **Hypothèse 10 : Validée**

*L'apprentissage entre fonds de la même famille constitue le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO.*

Notre étude qualitative a validé cette hypothèse avec circonspection. Nos résultats de la partie statistique nous ont convaincu de la considérer définitivement comme validée : le fait que le nombre des gérants influençait l'impact de l'ancienneté du fonds, ne pourrait que représenter un apprentissage se faisant à l'intérieur de l'équipe de gestion, corroborant les écrits de finance comportementale.

Ces formations se font au niveau de la SGP et ce sont elles qui permettent par la suite aux analystes et gérants d'exploiter leurs sources d'information extra-financière. Nous considérons que ce processus remplit parfaitement les critères VRIO : il est coûteux, sur mesure, inimitable car la dynamique des équipes ne peut pas être répliquée, et il nécessite une organisation transversale au niveau SGP.

Pour résumer, cette étude quantitative souffre des méfaits d'un échantillon réduit mais au moins elle nous permet de vérifier que nos observations qualitatives ne sont pas déconnectées de la réalité et de légitimer notre approche plus gestionnaire. Il semble que des facteurs structurels influencent la performance des fonds ISR par rapport à leurs benchmarks ; nous faisons donc un appel pour des recherches supplémentaires dans cette direction, en commençant par une étude longitudinale et/ou l'identification des facteurs influençant le Ratio de Sharpe.

## Synthèse du chapitre 5

Nous synthétisons les résultats obtenus dans le tableau suivant :

**Tableau 30 : Hypothèses validées de différents niveaux tests**

Hypothèses	Après résultats qualitatifs	Après résultats quantitatifs	Conclusion
<b>Ressources spécifiques</b>			
H1 : L'information extra-financière	Rejetée	Rejetée	Rejetée
H2 : Les compétences des analystes buy-side	Rejetée	Rejetée	Rejetée
<b>H3 : Les compétences du gérant de fonds</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>
H6a : L'identification des compétences de gérants/analystes	Validée	Rejetée	Validée
H6b : L'affectation des compétences de gérants/analystes identifiées	Rejetée	Rejetée	Rejetée
<b>H7 : Le partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>
H8 : Le budget publicitaire attribué par la SGP	Rejetée	Rejetée	Rejetée
<b>Leviers stratégiques</b>			
H4 : Le processus de sélection plus long	Validée	Rejetée	Validée
H5a : Le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises	Rejetée	Rejetée	Rejetée
H5b : La mobilisation par les gérants de fonds des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises	Validée	Rejetée	Validée
<b>H9 : La disposition à la différenciation commerciale des SGP</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>
<b>H10 : L'apprentissage entre fonds de la même famille</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>	<b>Validée</b>
<p><b>4 hypothèses (H3, H7, H9 et H10)</b> sont validées à la fois par les résultats qualitatifs et quantitatifs.</p> <p><b>3 hypothèses (H4, H5b et H6a)</b> sont validées uniquement par les résultats qualitatifs. Bien qu'elles ne soient pas validées quantitativement, étant donné les nombreuses limites méthodologiques de notre test quantitatif il faudrait les considérer comme des ressources et leviers stratégiques potentielles.</p> <p><b>5 hypothèses (H1, H2, H5a, H6b et H8)</b> sont rejetées à la fois au niveau qualitatif, soit en raison d'un manque de réponses pertinentes pendant les entretiens, soit par une incapacité de trouver des éléments correspondants pendant l'analyse lexicale ; et au niveau quantitatif, soit parce que nous n'avons pas réussi à trouver des variables représentant une hypothèse de façon adéquate, soit parce que la variable retenue n'affichait pas une corrélation positive.</p>			

De manière globale, seulement quatre de nos douze hypothèses ont été validées à la fois qualitativement et quantitativement. Deux ressources ont rempli adéquatement tous les critères VRIO : la compétence du gérant du fonds ISR ; et la subvention indirecte des frais du fonds ISR par leur SGP. Deux leviers ont été validés pour faciliter la transformation de ces ressources stratégiques en avantage compétitif : la disposition de la SGP à la différenciation ; et l'apprentissage organisationnel à l'intérieur de la SGP.

Le chapitre suivant entamera une discussion des résultats, par rapport à chaque hypothèse ainsi que dans leur ensemble.

## **Chapitre 6 : Discussion**

L'objectif de ce chapitre est d'avoir une réflexion globale à partir d'une interprétation combinée des résultats présentés ci-dessus. Nous rappelons que l'objectif de ces tests est de chercher à identifier les ressources et compétences des fonds ISR, ainsi que les processus leur permettant de transformer ces derniers en avantage compétitif et d'expliquer leur performance.

D'abord nous synthétisons et interprétons les résultats issus de notre triple démarche empirique. Par la suite nous entamons une discussion des apports et des limites, théoriques, empiriques et méthodologiques, de notre recherche. La synthèse globale de ce travail doctoral, ainsi que des éventuelles ouvertures de recherche sont abordés pendant la conclusion.



## Section 6.1 : Interprétation des résultats

Puisque nos hypothèses ont été élaborées en deux catégories, celles liées à la nature de l'information extra-financière et ses conséquences, celles liées au fonctionnement des SGP, nous détaillons nos réflexions et nos commentaires en fonction de ces deux parties.

### 6.1.1. Interprétation des résultats liés à l'information extra-financière

Nous avons commencé par une évidence : parmi les plusieurs ressources à la disposition des fonds ISR, celle qui différencie par excellence le fonds ISR des autres fonds est l'information extra-financière. Nous avons interrogé sur la nature de l'information extra-financière, notamment sur la question : comment pourrait-elle transformer les métiers des analystes financiers *buy-side* et des gérants de fonds. Ces derniers ont été supposés comme étant les ressources indispensables des fonds d'investissement et les porteurs principaux des compétences opérationnelles liés à leur gestion. Leur potentiel en tant que moyen de transfert de l'avantage compétitif attribué à la RSE vers les fonds ISR.

Nous avons supposé que l'information extra-financière constituait une ressource VRIO pour les fonds ISR en raison 1) de son indispensabilité pour le processus de sélection d'un portefeuille éthique, 2) de l'inexistence d'agences de notation extra-financière et les équipes d'analystes *buy-side* spécialisés ISR non répandue, 3) de l'adaptation des SGP pour l'intégrer. Nous avons eu l'intention de chercher si elle pourrait convenir au critère d'*inimitabilité*.

Or, nos résultats qualitatifs montrent qu'elle ne peut pas être une ressource « VRIO » pour les fonds ISR en plusieurs raisons. D'abord, elle est disponible dans sa forme « brute » par le public, c'est-à-dire dans la forme dont l'entreprise d'origine l'a publiée. Ensuite, elle est disponible (pour un prix) par les fonds concurrents, y compris les fonds traditionnels. Elle est également disponible pour les autres fonds de la même famille et ces derniers ne sont pas contraints à l'ignorer. Elle ne qualifie donc pas ni le premier (*valeur*) ni pour le deuxième (*rareté*) ni le troisième critère (*inimitabilité*) du VRIO.

Bien que notre étude quantitative ait trouvé que plus un fonds consulte des informations extra-financières meilleure sera sa performance, il nous faut être prudents et de rejeter cette

hypothèse parce que le coefficient de la variable « # agences utilisées » n'est pas si important que d'autres, combiné avec les limites inhérents d'un échantillon de taille limité.

Nous avons supposé que **les compétences des analystes buy-side** étaient une ressource VRIO pour leurs fonds ISR. La raison était simple : puisque l'information extra-financière était traitée en interne par des analystes buy-side, c'était leurs compétences qui permettraient aux fonds ISR de profiter de cette ressource importante. Le critère de Valeur était rempli avec les économies en agences de notation et avec l'éventuelle surperformance qu'apporte un analyste maison. Le critère de Rareté était aussi rempli parce que le métier d'analyste nécessite une longue formation. Notre objectif était de chercher à voir si les compétences des analystes buy-side pourront remplir les critères d'*inimitabilité* et d'*organisation* lors de notre recherche empirique.

Néanmoins, les résultats qualitatifs découvrent qu'ils sont remplaçables par les agences de notation. Les SGP font un arbitrage entre l'achat d'informations extra-financières auprès des agences de notation et l'entretien d'un analyste maison. C'est-à-dire qu'un analyste extra-financier buy-side est, certes, de *valeur* et *rare* mais il est toutefois substituable. En raison d'un manque de validation des critères d'*inimitabilité* et d'*organisation*, nous décidons de rejeter cette hypothèse.

Quant aux **compétences du gérant de fonds**, nous avons supposé qu'ils comportaient tous les quatre critères d'une ressource VRIO avant de commencer notre validation empirique. En raison de leur formation longue requise pour exercer le métier nous pouvons assumer qu'ils remplissent le critère de *rareté*. De plus ils remplissent le critère d'*organisation* par définition, puisque c'est eux qui gèrent le fonds. Bien que les critères de *valeur* et d'*inimitabilité* soient validés par les recherches en finance comportementale, nous avons posé des questions sur ces deux critères en raison des résultats de recherches contradictoires concernant la performance des fonds ISR pour le critère *valeur* et de leur gestion passive pour le critère d'*inimitabilité*.

Cette hypothèse est validée à la fois par les résultats qualitatifs et quantitatifs :

Premièrement, la gestion des fonds ISR en France suit le modèle classique de « un fonds, un gérant ». Nos entretiens ont fait ressortir que le caractère de fonds reste alors très personnel, ainsi que leur stratégie. Ainsi le changement des gérants pendant la vie du fonds est presque perçue comme un échec. Nous pouvons donc considérer que les compétences des gérants

qualifient comme « ressources » stratégiques selon les critères VRIO : ils apportent de la *valeur*, ils sont *rare*s et *non-substituables*, et c'est eux qui *organisent* toute activité d'un fonds.

Deuxièmement, notre étude quantitative renforce la validation de cette hypothèse, au moins au niveau de *valeur* et d'*inimitabilité*. Notre variable « Age fonds \* # gérants » indique que le nombre des gérants multiplie l'effet expérience à l'intérieur d'un fonds. Notre modèle confirme donc que les fonds gérés en équipe sont suffisamment rares pour que la gestion en équipe soit considérée comme un élément de différenciation.

Il est intéressant donc pour nous de soulever des questions posées sur les compétences du gérant de fonds, soit pour nos propres propositions, soit pour les futures pistes de recherche.

Nous avons proposé que **le processus de sélection plus long** soit un levier par lequel les fonds ISR actionnaient leurs ressources VRIO. Notre point de départ était que le processus opérationnel spécifique des fonds ISR faisait une distinction avec les fonds traditionnels pour expliquer l'exploitation et la mise en valeur de leurs ressources VRIN les transformant en VRIO. La prise en considération de l'information extra-financière à côté de l'information financière nécessitait que les analystes prenaient plus de temps pour compiler leurs rapports et les gérants de fonds plus de temps pour prendre leurs décisions.

Les résultats qualitatifs confirment que le processus de sélection est plus long pour les fonds ISR par rapport aux fonds traditionnels. Cela ressort pendant nos entretiens mais aussi pendant notre analyse lexicale – les prospectus des fonds ISR sont plus longs et détaillés.

Lors des entretiens, les interlocuteurs nous confirment que les méthodes utilisées pour la gestion de portefeuilles ISR font souvent l'objet de formations et qu'il existe des différences fondamentales entre méthodes ISR et celles utilisées jusqu'à maintenant au sein des SGP. De plus, il est intéressant de noter que les notions de RSE/DD sont limitées aux critères de sélection. Nous ne trouvons pas de traces sur les pratiques des asset managers ni des analystes. Dans d'autres termes, nous ne trouvons pas de phénomènes de réflexivité. Cela nous explique pourquoi la littérature qui étudie les relations ISR-RSE étudie uniquement la relation dans un sens linéaire, c'est-à-dire l'influence des investisseurs institutionnels sur les fonds, le deuxième n'ayant pas d'impact apparemment sur le premier. Cela est cependant conforme avec la théorie de l'agence et les principes de gouvernance d'entreprise.

Les résultats de l'analyse lexicale corroborent notre interprétation que les fonds ISR suivent des processus plus longs pour choisir leurs investissements qui se traduisent en des prospectus plus volumineux.

C'est grâce à ce processus plus long que l'information extra-financière peut être prise en compte – ce qui ne semble pas être le cas pour les fonds classiques. D'après les entretiens effectués, c'est cette internalisation d'informations extra-financières qui permettrait aux fonds ISR d'afficher leur surperformance.

Nous avons proposé que **le processus d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises** fût un autre levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO. Parce que le réseau des gérants avait une influence non-négligeables sur la performance des fonds qu'ils gèrent, nous avons supposé que, en engageant un processus de dialogue avec les entreprises, les gérants élargissent et/ou renforcent leurs réseaux, ce qui devrait se traduire par une amélioration de performance. Il existait donc une possibilité pour que les fonds ISR puissent entrer en contact avec la source de l'avantage compétitif des entreprises responsables. Cette mise en contact avec la RSE assimilait par un processus d'apprentissage inter-organisationnel. Ce processus pourrait devenir une ressource VRIO sous la condition que les fonds ISR *organisent* le processus pour le mettre suffisamment en valeur et au même temps de le différencier suffisamment pour qu'il ne puisse pas être *imité* par d'autres fonds.

Il est dommage que les résultats empiriques nous obligent de rejeter cette proposition. Selon les interlocuteurs, les fonds ISR français ne sont pas suffisamment actifs au niveau activisme, engagement ou lobbying pour qu'on puisse parler d'un retour de type double boucle. Par conséquent nous n'avons pas encore d'arguments solides pour que nous puissions parler de mobilisation des réseaux spécifiques aux gérants ISR ou d'apprentissage à travers le dialogue entre fonds et entreprises. Le rejet de cette hypothèse vient saper la position des partisans de l'existence des liens ISR-RSE.

Cependant, notre autre hypothèse à propos d'un levier stratégique par apprentissage est validée par les résultats qualitatifs. Nous avons supposé que **la mobilisation des réseaux RSE partagés entre fonds et entreprises** pourrait constituer le levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO. Cette mobilisation pourrait avoir plusieurs formes, telles que formations, conférences, collaborations, road-shows et autres activités utilisées pour promouvoir l'ISR. Pour notre recherche empirique, nous avons l'objectif d'examiner si ces

événements pourraient remplir les critères VRI et, surtout, si les fonds s'*organisaient* pour les exploiter de façon explicite.

Contrairement à l'hypothèse précédente, les échanges avec le terrain montrent que les fonds ISR français sont très actifs quand il s'agit d'étaler leur réseau. Ils le font de façon systématique, remplissant le critère d'*organisation*. Par exemple, les efforts de divers investisseurs institutionnels pour promouvoir l'ISR se font en concertation. Nous retrouvons souvent dans leurs discours l'expression « construire le marché », une activité qu'ils s'apprêtent à faire ensemble, en réseau. Néanmoins cela nécessite des dépenses importantes de la part des SGP ce qui rend ces activités *rare*s et de *valeur*. Le critère d'*inimitabilité* se remplit par définition puisque le marché est suffisamment neuf pour qu'il puisse être modelé selon les besoins de ses professionnels.

### **6.1.2. Interprétation des résultats liés au fonctionnement des SGP**

Nos résultats qualitatifs confirment que, sauf quelques exceptions, la plupart de fonds sont gérés par des SGP externes, selon les entretiens effectués et l'étude de documentations. Parmi les 12 entretiens, seul l'interlocuteur A-4 explique systématiquement que la SGP choisie est en effet une filiale à 100%. Nos résultats statistiques démontrent également que le coefficient de la variable « agences utilisées » est de 9% et statistiquement significatif. Donc un fonds qui utilise une agence de plus gagnerait, en moyenne, 9% sur son Ratio d'Information. Cela semble confirmer nos hypothèses concernant l'importance de l'information extra financière.

Nous avons supposé que l'**identification des compétences de gérants et/ou analystes** constituait une compétence VRIO pour la SGP. Si les compétences des gérants et/ou analystes sont des ressources importantes, la capacité d'identifier ces compétences sera ce qui différenciera une SGP d'une autre, par exemple au moment de l'embauche ou après, par le biais des contrôles et/ou des incitations, monétaires.

Cette hypothèse est validée par les résultats qualitatifs. Pendant les entretiens, nos interlocuteurs gérants ou analystes ont insisté sur les exigences des SGP au niveau de formation continue. Ces initiatives remplissent tous les critères VRIO : elles sont *couteuses*, *rare*s par définition, *inimitables* parce qu'ils servent à raffiner la formation d'un employé, et nécessitent que la SGP adapte son *organisation* pour accommoder les heures requises pour la formation.

Au contraire, notre hypothèse faite sur l'**identification des compétences de gérants et/ou analystes et leur affectation par la SGP au fonds** est rejetée après les résultats d'analyses qualitatives en raison de manque d'information : nous avons compris que c'était la SGP qui décidait de l'attribution de la « main d'œuvre » certes spécialisé à chaque fonds et qui déterminait la *rareté* et l'*organisation* des compétences. Néanmoins, nous n'avons pas trouvé suffisamment d'informations pour pouvoir valider cette hypothèse, ni dans les données qualitatives primaires, ni dans les données secondaires.

Nous avons supposé que le **partage des frais supplémentaires engendrés par l'analyse extra-financière avec d'autres fonds de la SGP** constituait une ressource VRIO pour les fonds ISR. Il s'agirait d'une mutualisation restreinte de la vraie rémunération que devraient avoir les ressources et les compétences à la disposition des fonds ISR. Les résultats empiriques sont intéressants car cette hypothèse est validée à la fois par l'étude de documentations et par notre test statistique, malgré le fait que nos interlocuteurs pendant les entretiens n'étaient pas enclins à répondre. Notre étude qualitative a validé cette hypothèse. Notre étude quantitative démontre que performance et frais de gestion sont inséparables. La variable « Frais de gestion » était de loin la plus importante dans notre modélisation. Nous pensons donc que ces résultats soulignent la tentation que subit une SGP de subventionner les frais d'un fonds avec la surperformance d'un autre.

Cependant, il faut rappeler que nos échantillons n'ont pas été conséquents ; il est probable qu'il s'agit d'un effet limité aux fonds spécialisés actions, le marché obligataire ne nécessitant pas forcément autant de dépenses au niveau recherche : par exemple il n'y a pas des droits de votes associés avec les titres, donc le fonds n'a pas besoin de dépenser du temps ou des ressources sur ce point.

Disons que cette hypothèse validée est intéressante, car nous pouvons la traiter comme étant une limite potentielle de notre recherche ou une des nos pistes de recherche les plus fertiles.

Notre hypothèse faite sur le **budget publicitaire attribué par la SGP** étant une ressource VRIO pour les fonds ISR est rejetée. Nous avons pensé qu'elle était une ressource relativement rare et que les fonds d'investissement se faisaient concurrence pour l'attirer. Mais puisqu'elle n'était pas inimitable – peu importe la provenance des fonds, ils seront utilisés de la même façon pour construire un portefeuille d'actions. En même temps, l'effort alloué à attirer cette épargne remplissait les ces critères *valeur*, *rareté* et *organisation*. La commercialisation des SICAV et FCP traditionnels date de plusieurs années, et les fonds ont eu le temps de

*s'organiser* pour exploiter cette ressource. Or les fonds ISR sont un type de fonds relativement nouveau ; leur commercialisation est récente et les techniques marketing qu'ils utilisent n'ont pas eu encore le temps de se faire copier. C'était pour cette raison que nous avons établi cette hypothèse que le marketing lié à sa promotion qualifie ce troisième critère, le rendant ressource VRIO.

Pourtant, les plaquettes que nous avons étudié pour compléter nos entretiens n'étaient pas davantage soignées que celles des fonds traditionnels. Au contraire, les plaquettes des fonds de la même famille se ressemblent toutes, sans exception. Les SGP ne veulent pas promouvoir intentionnellement leurs fonds ISR, après nos résultats. Quand nous avons cherché les informations sur le site web des SGP, les produits ISR n'étaient pas davantage valorisés. Au contraire on pourrait même aller jusqu'à dire que les fonds ISR et les informations les concernant étaient difficilement accessibles.

Le même raisonnement est valable pour les prospectus que nous avons étudiés pendant notre analyse lexicale. Certes ils étaient plus longs mais la différence était limitée à la description des critères ESG. Comme nous l'avons vu dans la section 5.2 la différence entre les deux se limitait à l'inclusion de quelques catégories supplémentaires au niveau contenu de documentation et non pas aux efforts au niveau marketing. Certes, le budget publicitaire est *rare et coûteux* pour les fonds ISR mais il est cependant quasiment dupliqué par les autres fonds de la même famille, qui veut dire qu'il ne remplit pas le critère d'*inimitabilité*.

Nous avons supposé que la **disposition à la différenciation commerciale des SGP** constituait un levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO. C'est grâce à cette tendance à l'élargissement permanent des familles des fonds que les fonds ISR pourraient trouver l'opportunité de s'établir et de profiter des ressources potentielles.

Cette hypothèse a été validée d'après nos interlocuteurs : l'initiative pour la constitution d'un fonds ISR s'est faite à chaque fois de façon top-down ; la volonté initiale a été d'élargir l'offre de la famille des fonds ; les interlocuteurs étaient passionnés par rapport aux opportunités ouvertes pour leur employeur, la SPG ; des projets pour davantage de fonds ISR ou l'élargissement vers les fonds solidaires étaient chaque fois déjà en route.

Ensuite, cette validation est renforcée par notre étude quantitative de façon indirecte : la variable « proportion de l'ISR » présente un coefficient négatif, ce qui insinue que, plus une SGP propose des fonds ISR, moins ils sont performants. Cela semble confirmer l'idée

d'entassement à l'intérieur des SGP, de compétition entre les fonds pour les mêmes clients et du besoin inhérent pour la différenciation au sein d'une famille (Hervé, 2006). Notre interprétation est que, au début, un fonds ISR est introduit au sein d'une famille de fonds pour y attirer des nouveaux encours et leur SGP est prête de les subventionner puisque ses frais de gestion ne sont pas encore si importants. Le nouveau fonds affiche une surperformance artificielle. Une fois que le fonds ISR attire lui même des encours importants il pose les mêmes problèmes d'entassement que tout autre fonds et, en même temps, ses frais de gestion deviennent trop importants pour être subventionnés, ce qui amène à une perte de la surperformance initiale. Il ne s'agit que d'une interprétation parmi plusieurs possible mais, en tout cas, nous considérons qu'il s'agit d'une des nos pistes de recherche le plus fertile.

Nous avons enfin de proposé l'**apprentissage entre fonds de la même famille** était un levier par lequel les fonds ISR actionnent leurs ressources VRIO. Nous cherchons à voir lors de l'étude empirique s'il existe un partage entre analystes et/ou gérants, leurs compétences – potentiellement des ressources VRIO pour les fonds ISR. Cette hypothèse est validée par les façons suivantes.

Nos entretiens ont révélés que les OPCVM mettent l'accent sur les formations des gérants de fonds et/ou des analystes buy-side. Non seulement pour se renseigner quand aux nouvelles techniques de valorisation du DD/RSE mais aussi, c'est-à-dire au niveau méthode, mais aussi des formations au niveau éthique d'entreprise. Ces témoignages confirment recherches antérieures présentés en section 1.3 qui avait trouvé que les fonds ISR spécialisés affichent une meilleure performance : plus une SGP se concentre à l'ISR, plus le phénomène d'apprentissage est accéléré et l'information extra-financière mieux décodée et donc mieux utilisée pour construire un portefeuille.

Les résultats de notre étude de documentations et de notre étude quantitative valident également cette hypothèse avec circonspection. Le fait que le nombre des gérants influençait l'impact de l'ancienneté du fonds, ne pourrait que représenter un apprentissage se faisant à l'intérieur de l'équipe de gestion, corroborant les écrits de finance comportementale. Ces formations se font au niveau de la SGP et ce sont elles qui permettent par la suite aux analystes et gérants d'exploiter leurs sources d'information extra-financière. Il est de *valeur*, sur mesure et donc *rare, inimitable* car la dynamique des équipes ne peut pas être répliquée, et bien sûr, *organisationnel* puisqu'il nécessite une organisation transversale au niveau SGP. Nous considérons donc que ce processus remplit les critères VRIO.

Notre interprétation globale de ces résultats est la suivante : les fonds ISR disposent de deux ressources VRIO transformables en avantage compétitif ; cependant ces ressources sont juste suffisantes pour équilibrer la perte de compétitivité provoquée par la réduction volontaire de leur univers d'investissement. Cela expliquerait leur performance parfois supérieure, parfois inférieure à celle des fonds traditionnels.

Or, certaines des nos hypothèses par rapport aux ressources à la disposition des fonds ont dû être rejetées parce qu'elles ne remplissaient pas le critère *organisation* selon le VRIO. Autrement dit les fonds ISR ne font pas un effort conscient pour les mettre en valeur. La transformation d'une ressource stratégique en performance n'est pas automatique ; nous conseillons donc aux fonds ISR une organisation délibérée autour de leurs particularités, notamment celles liés au traitement de l'information extra financière, pour aboutir à une surperformance.



## **Section 6.2 : Discussion théorique, empirique et méthodologique du travail**

Dans cette deuxième section, nous discutons les apports et les limites de cette recherche aux niveaux théorique, empirique et méthodologique. L'objectif est de commenter l'ensemble de nos démarches effectuées dans le cadre de cette recherche et de développer des réflexions portant sur les résultats obtenus.

### **6.2.1. Discussion théorique**

Notre question de recherche visait à étudier la surperformance des fonds ISR par rapport aux fonds traditionnels. Les manifestations divergentes de l'ISR ainsi que les résultats contradictoires des études précédentes mesurant la performance des fonds ISR nous ont incités de faire appel à un autre cadre théorique pour interpréter leur performance : la Ressource Based View (RBV).

La RBV, ainsi que certains de ses courants (CBV, KBV et Capacités Dynamiques) dont des concepts sont mobilisés dans ce projet, est une approche rarement utilisée pour étudier le secteur des services financiers (Acedo et *al.*, 2006). Nous avons bien pris soin d'argumenter qu'elle était adaptée pour étudier la surperformance des fonds ISR. Selon la RBV, pour qu'une ressource puisse être considérée stratégique elle doit remplir quatre critères de valeur, de rareté, d'inimitabilité et d'organisation (VRIO). Une ressource stratégique peut se transformer en avantage compétitif ; un avantage compétitif peut se transformer en surperformance.

Grâce à ce raisonnement théorique, nous avons examiné les fonds ISR à travers le prisme de la RBV, au niveau d'un fonds individuel puis au niveau des familles de fonds, afin d'identifier les ressources, compétences, connaissances, processus et capacités VRIO qui expliqueraient l'apparente surperformance des fonds ISR. Suite à cette démarche nous avons pu formuler notre question de recherche <sup>37</sup>, puis chercher les réponses dans cette direction. Nous estimons que cette approche a le mérite de contribuer les apports théoriques suivants.

---

<sup>37</sup> Pour rappeler, notre problématique est « Quels sont les ressources stratégiques des fonds ISR susceptibles d'être transformés en avantage compétitif, et quels sont les leviers leur permettant d'actionner ces ressources ? »

Premièrement, elle offre un cadre théorique alternatif à celui employé par le courant dominant de la finance qui expliquerait d'une façon plus élégante la performance erratique des fonds ISR. Effectivement, d'après la Théorie Moderne du Portefeuille tout portefeuille d'investissement qui limite son horizon d'investissement devrait, à long terme, avoir une performance inférieure à celle d'un fonds qui n'a pas les mêmes contraintes. Autrement dit, le fonds disposant la meilleure diversification devrait afficher la meilleure performance. Donc les fonds ISR, avec leurs critères de sélection SGP, devraient afficher une sous-performance par rapport aux fonds traditionnels qui n'ont pas les mêmes contraintes. Or, comme nous l'avons vu dans la section 1.3, cela n'est pas le cas, les fonds ISR affichant une performance égale ou même supérieure à celle des fonds traditionnels. Nous pensons que notre interprétation fondée sur la RBV offre une explication rationnelle de leur surperformance, à privilégier jusqu'à trouver une autre interprétation fondée sur des notions financières.

Deuxièmement, la mobilisation des différents concepts au sein de la RBV nous a permis de construire un « panier » de « ressources spécifiques » et de « leviers stratégiques » à la disposition des fonds ISR. La composition hétérogène du panier, qui inclut des connaissances, compétences, processus et capacités, ainsi que sa forme 2x2, ont été établies pour mieux accommoder le double contexte de toute recherche en ISR : les spécificités du secteur financier et les critères SGP. Notre approche vient donc de compléter les rares études qui étudient la stratégie des acteurs du secteur financier (dont les fonds ISR) en prenant la RBV comme cadre théorique.

Troisièmement, des chercheurs ont soulevé les difficultés d'opérationnalisation de la RBV (Williamson, 1999), c'est-à-dire l'incapacité de fournir une liste de ressources concrètes et mesurables à exploiter (Arrègle et Quélin, 1996). Or les 7 ressources stratégiques retenues suite à notre démarche qualitative démontrent la possibilité d'identifier les ressources ayant un sens bien concret dans la vie réelle des entreprises. Notre test quantitatif illustre également que l'apport de ces ressources identifiées peut être mesuré, si des indicateurs quantitatifs adaptés sont disponibles, afin de tester d'avantage le lien entre ces ressources et la performance de l'entreprise.

Quatrièmement, notre revue de littérature montre qu'au niveau théorique il y a un consensus que les fonds ISR nécessitent une ressource complémentaire pour fonctionner : l'information extra-financière. Quant aux compétences nécessaires pour profiter de cette ressource et aux processus qui permettraient de la transformer en avantage compétitif, les avis sont partagés.

Nos résultats empiriques trouvent que l'information extra-financière ne constitue pas en soi une ressource stratégique. Par contre, ils confirment que c'est bien les compétences des gérants de fonds ISR qui peuvent transformer cette ressource en avantage compétitif. Notre recherche peut donc être utilisée comme argument pour motiver des futures recherches en finance comportementale, notamment en ce qui concerne l'identification compétences des gérants de fonds.

### **6.2.2. Discussion empirique**

Quatre de nos hypothèses ont été validées à la fois qualitativement et quantitativement : deux ressources stratégiques et deux leviers pour les actionner. Les ressources stratégiques à la disposition des fonds ISR que nous avons identifiées sont les compétences du gérant (H3) et l'éventuel partage des frais de l'analyse extra-financière par les autres fonds appartenant à la même famille (H7). Les leviers stratégiques sont la différenciation commerciale d'une SGP (H9) et l'apprentissage organisationnel entre fonds de la même famille (H10).

Malgré le fait que cela n'a pas été explicité pendant nos entretiens, notre interprétation est que le levier H10 peut actionner la ressource H3, autrement dit que l'apprentissage organisationnel entre fonds de la même famille peut cultiver les compétences des gérants ISR ; et que le levier H9 peut actionner la ressource H7, autrement dit que la différenciation accélérée de l'offre ISR des SGP peut faciliter le partage des frais engendrés par l'analyse extra-financière.

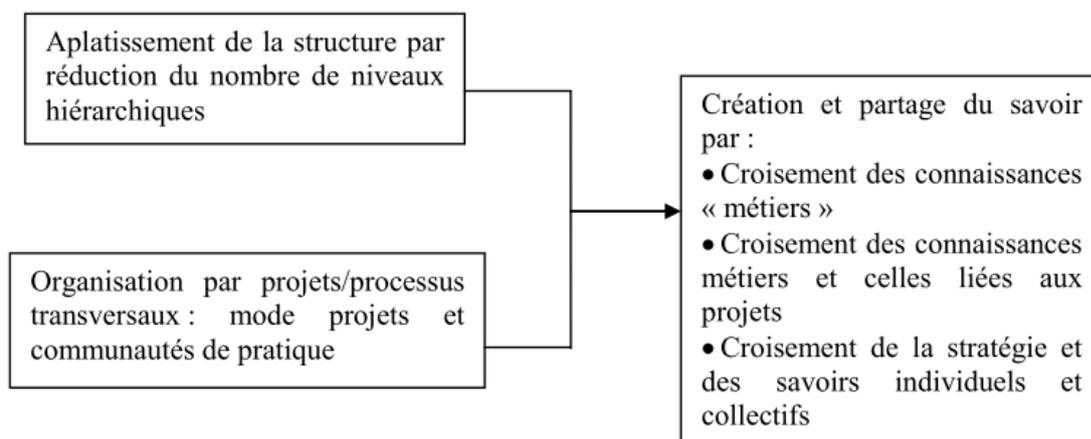
Nous formalisons donc trois propositions organisationnelles pour les praticiens qui pourraient contribuer à l'avantage compétitif des fonds ISR :

Premièrement, pour mobiliser le levier H9, il faudrait que les SGP introduisent davantage des produits ISR. Plus la proportion des fonds ISR au sein d'une famille de fonds est importante, moins les fonds traditionnels devront partager les dépenses engendrées par l'analyse extra-financière. Effectivement, il semblerait que les SGP ont déjà réalisé l'importance de ce levier puisque, comme nous l'avons remarqué dans la section 1.1, nous remarquons ces deux dernières la création de plus en plus de fonds ISR obligataires et/ou monétaires. Malgré le fait que l'appellation de ces fonds est discutable d'un point de vue étymologique (voir ci-dessous dans la conclusion) nous sommes obligés d'admettre que, d'un point de vue stratégique, il s'agit d'une évolution tout à fait logique pour les SGP : plus ils proposent des fonds ISR,

mieux ils mutualiseront les dépenses relatives à l'achat et/ou traitement de l'information extra-financière en interne, et donc plus leurs fonds ISR seront performants. Nous ne pouvons que proposer aux SGP qui souhaitent actionner leur avantage compétitif de concevoir davantage de fonds type ISR – pourquoi pas des ETF synthétiques responsables ?

Deuxièmement, pour mobiliser le levier H10, il faudrait établir une organisation au niveau famille de fonds qui privilégie l'apprentissage. Charfi et Fernez-Walch (2010) identifient deux dispositifs structuraux en faveur de la création et du partage du savoir : un aplatissement de la structure par réduction du nombre de niveaux hiérarchiques qui favorisera la valorisation stratégique du savoir ; et la mise en œuvre de processus transversaux permettant croisement des connaissances et des compétences « métier » entre elles.

**Figure 27 : Dispositifs structuraux en faveur de la création et du partage du savoir**



Source : Charfi et Fernez-Walch (2010), page 18.

Comme nous l'avons présenté dans la section 2.3 concernant les spécificités du secteur des services financiers, les SGP sont déjà des structures assez « plates », présentant des spécificités similaires à des organisations type « cabinet ». Par contre, leur organisation est très cloisonnée, surtout en France où, comme on l'a vu dans la section 1.2 concernant les manifestations divergentes de l'ISR, la plupart des SGP suivent le principe « un fonds, un gérant ».

La gestion transversale aura comme résultat un meilleur apprentissage organisationnel, permettant un meilleur développement des compétences des gérants des fonds ISR, qui à leur tour, puisqu'elles constituent un avantage compétitif pour les fonds ISR, pourraient se traduire

à une meilleure performance pour les fonds ISR. Nous proposons donc que les SGP gèrent davantage des fonds ISR en équipe.

Notre troisième proposition essaie de mobiliser à la fois les H3 et H7. Nous proposons donc aux fonds de mettre en place les communications nécessaires, par le biais du front office de leurs SGP, avec les distributeurs et/ou les investisseurs actuels ou potentiels afin de leur faire savoir et apprécier ces nouveaux fonds ISR. De plus, nous proposons également de communiquer davantage sur les processus de sélection, et non pas exclusivement sur les critères comme c'est le cas maintenant, afin de mieux mettre en valeur les compétences de leurs gérants.

Cependant, puisque notre cadre théorique, la RBV, utilisé dans cette recherche reste encore dans un état non opérationnalisée, et que notre approche du terrain a été exploratoire, nos propositions envers les praticiens devraient être considérées également exploratoires.

### **6.2.3. Discussion méthodologique**

Pour finir cette section il faut rappeler au lecteur nos apports méthodologiques, mais aussi les limites inhérentes à notre positionnement épistémologique, le caractère exploratoire de nos méthodes, ainsi que les éventuels obstacles, biais et autres imprévus qui sont survenus lors de notre étude empirique.

Au niveau méthodologique, cette recherche doctorale comporte deux originalités dans le champ de recherche en finance. Premièrement, elle étudie la performance des fonds ISR en empruntant le chemin des recherches en management stratégique dans une optique technologique (Martinet, 2000), c'est-à-dire par les démarches fondées sur les ressources et les compétences sur lesquels la stratégie se construit progressivement dans la durée. Deuxièmement, cette étude se distingue des travaux en gouvernance qui traitent les fonds d'investissement sans prendre la considération des mécanismes internes de la gestion des fonds.

En raison de notre volonté de prendre en considération ces mécanismes internes, il a été difficile pour nous, au tout au long de ce projet, d'obtenir des données primaires les concernant. L'accès au terrain a été toujours limité en raison des « secrets industriels ». De plus, nous avons subi la mauvaise conjoncture de la crise de subprimes, qui a sans doute

influencé l'attitude de nos interlocuteurs, sans parler des indices qui ont servi comme benchmark pour notre partie statistique. Donc nous avons été obligés de combiner des données primaires et secondaires afin de répondre à notre problématique.

Nous avons été obligés de combiner également des approches qualitatives et quantitatives dont les objectifs diffèrent :

- entretiens exploratoires suivis des analyses de contenu qualitatives qui nous permettent d'avoir une liste thèmes à traiter pour les étapes suivantes ;
- étude des documentations suivis des analyses lexicales quantitatives qui nous permettent de valider nos hypothèses ;
- test quantitatif complémentaire qui nous montre l'existence des liens significatifs entre des ressources identifiées et la performance des fonds.

Nous pouvons donc identifier les limites suivantes à notre méthode :

La première limite est notre positionnement post-positiviste. Nous sommes dans la recherche de la « vérité » et des « règles » universelles. Or il se peut que dans un marché aussi neuf que l'ISR, personne ne connaisse la « vérité » et ces « règles » sont en train de se construire. Nous avons considéré que notre observation n'a pas influencé notre objet. Or il se peut que nous ayons contribué involontairement à l'institutionnalisation de l'ISR et donc influencé son évolution.

La deuxième limite est la taille de nos échantillons et la période d'observation. A notre défense le marché est encore neuf mais cela ne change pas le fait que 72 observations ne sont pas suffisantes pour tirer des conclusions d'une partie quantitative. De plus, nous n'avons pas entrepris une étude longitudinale. Or étudier la performance exige une période de contrôle suffisamment longue, pour pouvoir détecter la différence entre performance régulière et irrégulière.

La troisième limite a été l'utilisation d'une analyse lexicale. Il s'agit d'une approche qui n'a pas encore été appliquée fréquemment en finance. Outre, par exemple les travaux des Gumb (2007) ou Wirtz (2008) le lecteur ne dispose pas d'un référentiel complet d'études ayant déjà employé cette méthode pour apprécier si nous avons bien appliqué cette analyse ou non.

La quatrième limite a été notre utilisation de régression linéaire multiple dans la partie statistique. Ses capacités prédictives sont limitées et – surtout avec la taille de notre échantillon final - assez discutables.



## **Synthèse de la partie empirique**

Dans cette deuxième partie, dit empirique, constituée des chapitres 4, 5 et 6, nous avons présenté notre méthodologie, les résultats obtenus après avoir suivi cette méthodologie, ainsi que notre interprétation de ces résultats.

Dans le quatrième chapitre nous avons justifié notre approche pour étudier les ressources des fonds ISR, combinant techniques qualitatives et quantitatives, tout en fondant cette approche sur notre positionnement épistémologique post-positiviste. Nous expliquons les raisons qui nous ont motivés de commencer par des entretiens avec des personnes travaillant dans le milieu ISR, de continuer par une analyse lexicale des prospectus de fonds ISR, et de compléter par une régression linéaire simple rapprochant la rentabilité des fonds ISR avec certaines de nos hypothèses.

Dans le cinquième chapitre nous avons présenté les résultats que nous avons obtenus en suivant ces trois approches. Dès nos premiers entretiens exploratoires il est évident que notre revue de littérature ne se confirmera pas pour l'ensemble de nos hypothèses. Suite à l'analyse lexicale et notre test statistique nous finissons avec seulement quatre hypothèses validées.

Dans le sixième, et dernier, chapitre nous avons interprété ces résultats en mettant l'accent d'une part sur les hypothèses validées et d'autre part sur les apports et les limites de notre recherche.

Nous pouvons maintenant passer à notre conclusion générale.



## **CONCLUSION**



Cette thèse traite des fonds d'Investissement Socialement Responsables (ISR) français. Ces fonds existent depuis plusieurs années. Notre revue de la littérature rappelle que ce type de fonds d'investissement a été déjà largement étudié. Cependant les avis sont partagés quant à leur performance. Pire, nous n'avons toujours pas une explication quant à leur performance comparable à celle des fonds « traditionnels » - une performance qui, d'après la théorie financière dominante, devrait être inférieure.

## **Synthèse de la recherche**

Etant un des rares cas qui traitent les fonds ISR par un aspect ressources stratégique, nous rappelons que notre question de départ a été comment utiliser les éventuelles ressources spécifiques que possèdent les fonds ISR pour leur permettre de développer des nouvelles stratégies et de maintenir des avantages compétitifs.

Après avoir décrit un grand portrait de l'objet de notre recherche, les fonds ISR, nous avons choisi de faire appel à un autre cadre théorique pour interpréter leur performance. Nous avons choisi la Ressource Based View (RBV), une approche rarement utilisée pour étudier le secteur des services financiers. Nous l'avons présenté rapidement, ainsi que certaines de ses filières, prenant soin d'argumenter qu'elle est adaptée pour étudier la surperformance des fonds ISR. Selon la RBV, pour qu'une ressource puisse être considérée stratégique elle doit remplir quatre critères de *valeur*, de *rareté*, d'*inimitabilité* et d'*organisation* (VRIO) ; une ressource stratégique peut se transformer en avantage compétitif ; un avantage compétitif peut se transformer en surperformance.

Donc nous avons examiné les fonds ISR à travers le prisme de la RBV, au niveau d'un fonds individuel puis au niveau des familles de fonds. Au niveau théorique il y a un consensus que les fonds ISR nécessitent une ressource complémentaire pour fonctionner : l'information extra-financière. Quant aux compétences nécessaires pour profiter de cette ressource et aux processus qui permettraient de la transformer en avantage compétitif, les avis sont partagés. Nous avons donc cherché à identifier d'autres ressources, compétences, connaissances, processus et capacités VRIO qui expliqueraient l'apparente surperformance des fonds ISR.

Suite à cette démarche nous avons pu formuler la question de recherche suivante : Quelles sont les ressources stratégiques des fonds ISR susceptibles d'être transformées en avantage

compétitif, et quels sont les leviers leur permettant d'actionner ces ressources ? Pour répondre à cette question nous avons construit un jeu d'hypothèses à tester, regroupé autour de deux axes : des ressources générées à l'intérieur des fonds grâce à la mise en exergue des informations extra-financières ; et des ressources allouées à chaque fonds par les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) qui les gèrent.

Pour tester nos hypothèses nous avons privilégié une méthodologie qualitative. Nous avons interviewé des praticiens (gérants des fonds ISR et analystes extra-financiers buy-side) et des experts du domaine (analystes d'agence de notation, journalistes et chercheurs). Pour compléter ces observations directes nous avons choisi d'étudier des documents publiés par les fonds ISR et de les comparer avec ceux des fonds « traditionnels ». Avec l'aide de notre grille de lecture et des entretiens exploratoires nous avons cherché à identifier dans leur discours les efforts faits pour mettre en exergue les ressources VRIO des fonds ISR. Ainsi nous avons développé une meilleure compréhension des compétences requises pour les exploiter. Cependant les processus nécessaires pour transformer ces ressources et compétences en avantage compétitif n'y étaient pas explicités. Nous avons provisoirement validé huit de nos douze hypothèses.

Pour nous assurer que nous étions dans la bonne voie nous avons choisi d'employer une approche quantitative intégrant certains des ressources VRIO identifiées. Malgré la simplicité de notre régression linéaire et son échantillon réduit, notre modèle semble traduire la performance d'un fonds ISR par rapport à son indice de référence. Nous l'avons interprété comme un signe que notre recherche exploratoire s'est dirigée vers la bonne voie et nous nous sommes permis de présenter nos résultats et d'en tirer des conclusions.

Seulement quatre de nos douze hypothèses ont été validées à la fois qualitativement et quantitativement. Deux ressources ont rempli adéquatement tous les critères VRIO : la compétence du gérant du fonds ISR ; et la subvention indirecte des frais du fonds ISR par leur SGP. Deux leviers étaient validés pour faciliter la transformation de ces ressources stratégiques en avantage compétitif : la disposition de la SGP à la différenciation ; et l'apprentissage organisationnel à l'intérieur de la SGP.

Notre interprétation synthétique de ces résultats est la suivante : les fonds ISR disposent de deux ressources VRIO transformables en avantage compétitif ; cependant ces ressources sont juste suffisantes pour équilibrer la perte de compétitivité provoquée par la réduction

volontaire de leur univers d'investissement. Cela expliquerait leur performance parfois supérieure, parfois inférieure à celle des fonds traditionnels.

Or, certaines de nos hypothèses par rapport aux ressources à la disposition des fonds ont dû être rejetées parce qu'elles ne remplissaient pas le critère *organisation* selon le VRIO. Autrement dit les fonds ISR ne font pas un effort conscient pour les mettre en valeur. La transformation d'une ressource stratégique en performance n'est pas automatique ; nous conseillons donc aux fonds ISR une organisation délibérée autour de leurs particularités, notamment celles liés au traitement de l'information extra financière, pour aboutir à une surperformance.

Notre recherche présente donc un triple apport aux niveaux théorique, empirique et méthodologique. D'abord, elle offre un cadre théorique alternatif à la Théorie Moderne du Portefeuille qui expliquerait d'une façon plus rationnelle la performance erratique des fonds ISR. Grâce à son mobilisation des différents concepts, nos propositions des différents types de « ressources » concrètes montrent une possibilité de la mise en pratique de la RBV. Ensuite, au niveau empirique, elle permet de faire des propositions à partir des hypothèses validées à la fois aux fonds ISR concernant la performance de leur organisation et aux consommateurs. Pour ces derniers, notre recherche décortique les fonds ISR dans leurs composantes, leur proposant un aperçu non-conventionnel de leurs fonctionnements et leurs motivations. Enfin au niveau méthodologique, il est intéressant de souligner que, d'après l'étude bibliométrique d'Acedo et al. (2006, p.632), jusqu'à 2001 il y avait seulement 4 articles dans la littérature anglo-saxonne ayant appliqué la RBV dans un terrain qui appartient au secteur financier. Pendant notre revue de la littérature nous avons remarqué que cette tendance persiste jusqu'à aujourd'hui. Nous pensons donc que notre recherche, outre ses autres apports, a le mérite de promouvoir ce croisement méthodologique innovant des disciplines.

Il est indispensable de rappeler au lecteur les limites inhérentes à notre positionnement épistémologique, le caractère exploratoire de nos méthodes, ainsi que les éventuels obstacles, biais et autres imprévus qui sont survenus lors de notre étude empirique. Le lecteur averti pourra ensuite mieux juger le poids de nos découvertes, ainsi que la discussion les concernant dans le chapitre précédent.

La première limite est donc notre positionnement post-positiviste. Nous sommes dans la recherche de la « vérité » et des « règles » universelles. Or il se peut que dans un marché aussi

neuf que l'ISR, personne ne connaisse la « vérité » et ces « règles » sont en train de se construire. Nous avons considéré que notre observation n'a pas influencé notre objet. Or il se peut que nous ayons contribué involontairement à l'institutionnalisation de l'ISR et donc influencé son évolution.

La deuxième limite est au niveau théorique concernant de notre l'utilisation de la RBV. Il s'agit d'une approche qui n'a pas encore été opérationnalisée encore. Notre approche a été exploratoire et nos propositions devraient être considérées en tant que telles aussi.

La troisième limite est liée à notre étude quantitative, en raison de la taille de nos échantillons, de la durée des périodes étudiées. A notre défense le marché est encore neuf mais cela ne change pas le fait que 72 observations ne sont pas suffisantes pour tirer des conclusions d'une partie quantitative. Limités par le moyen et par le temps, il est dommage que nous n'ayons pas entrepris une étude longitudinale. Or étudier la performance exige une période de contrôle suffisamment longue, pour pouvoir détecter la différence entre performance régulière et irrégulière. C'est pour ces raisons que notre utilisation de régression linéaire multiple dans la partie statistique est très limitée. Ses capacités prédictives sont limitées et – surtout avec la taille de notre échantillon final - assez discutables.

Tout comme les limites présentées ci-dessus, les propositions faites dans cette dernière section ne sont pas exhaustives ; d'autres idées pour des recherches supplémentaires sur le sujet peuvent être rencontrées tout au long de cette recherche. Nous regroupons ici les principales.

## **Perspectives de recherche**

Nous proposons, pour conclure cette thèse, différentes perspectives de recherche. Certaines d'entre elles font déjà l'objet de nos priorités de recherche.

### **- Elargir l'horizon d'échantillonnage**

D'abord, plusieurs possibilités de recherche se présentent en élargissant l'échantillon pour inclure les fonds ISR obligataires et/ou monétaires, les fonds solidaires, les SGP étrangères, les fonds ISR étrangers, etc. Nous proposons d'entreprendre la même approche utilisée pour cette recherche, c'est-à-dire d'essayer d'identifier les ressources susceptibles d'être traduites en avantage compétitif, au lieu d'essayer de modéliser leur performance à partir d'une

déclinaison du modèle de Fama et French. Nous pouvons également s'intéresser plus particulièrement sur leur discours en pratiquant une analyse lexicale beaucoup plus poussée.

Prenons par exemple le cas des fonds ISR obligataires et monétaires. Puisque ce projet a été construit en 2005 avant la crise, nous nous sommes focalisés sur les fonds ISR en action, la majorité absolue de l'époque. Or, après la crise les fonds ISR en obligation et en produit monétaire ont eu une grande croissance rapide selon le rapport de l'Eurotif en 2010. Il serait donc intéressant pour nous de reposer notre question de recherche sur ces nouveaux types de fonds qui ont des critères et des fonctionnements différents des fonds en action. Par exemple, au niveau empirique, les fonds ISR investissent en actions soulignent l'importance du dialogue avec les entreprises et l'importance de la partie *Gouvernance* des critères SGP. Or un fonds qui investit en obligations n'a pas des droits de vote. Il n'y aura pas l'opportunité d'un dialogue direct à l'Assemblée Générale. Admettons qu'il peut éventuellement exercer une pression indirecte. Mais comment peut-on avoir un fonds monétaire responsable ? Peut-on avoir un dialogue ? Et dans quel but ?

Prenons une définition sommaire du marché monétaire : « Le marché monétaire est un marché du court terme (moins de 2 au maximum) où les banques, les assureurs, les entreprises et les Etats (via les banques centrales et les Trésors publics) prêtent et empruntent des fonds en fonction de leur besoin »<sup>38</sup>. Les investissements possibles sont principalement des dettes des pays, des dettes des institutions financières, et des produits dérivés qui en résultent.

Concernant le premier type d'investissement possible : il est impossible d'évaluer la responsabilité d'un pays entier. Exemple flagrant et controversé : est-ce que la 2ème Guerre Mondiale était la faute de l'Allemagne ? De tous les Allemands ? Du parti Nazi exclusivement ? La Cour de Justice Internationale a opté pour le dernier mais jusqu'à maintenant il y en a qui revendiquent le contraire. Autre exemple, plus récent : la Corée du Nord. Les USA y ont placé des restrictions. L'exclure est-ce responsable ? Il faut se rappeler qu'il n'y a pas que le dictateur qui en souffre. Il s'agit des situations complexes et les choix des êtres humains sont subjectifs. Comment donc évaluer si les emprunts d'un Etat, ses Bonds de Trésor et les Certificats de Dépôt émises par ses Banques nationales sont responsables ? L'évaluation sera complètement subjective aussi.

---

<sup>38</sup> [http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_marche\\_monetaire\\_.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_marche_monetaire_.html), consulté le 2 mai 2011

Concernant le deuxième type d'investissement possible : là, effectivement, il s'agit des entreprises. Donc c'est possible de prendre en considération leur RSE. L'argument utilisé pour justifier le label « ISR monétaire » est que « si l'entreprise se comporte de façon responsable elle se trouvera accordé davantage de sources de liquidité » et donc l'ISR monétaire récompense les comportements RSE. Or, il s'agit d'une influence chimérique car l'investisseur ne peut pas influencer le comportement de l'entreprise. Il n'y a pas une éventuelle sanction avec son droit de vote et, contrairement avec les investissements obligataires, le investisseur ISR ne se voit pas accordé le statut légal privilégié (comme la crise Grecque et Irlandaise nous l'a démontré) de détenteur d'obligations. L'investisseur se voit transformé en fournisseur de liquidité et donc pas en position d'influencer ses "clients". Reste alors à constater que cette influence indirecte s'exerce vraiment.

D'ailleurs, étant donné que ces dettes à court terme sont utilisées, en principe, pour financer les activités courantes, cet aspect court-termiste est contradictoire avec un des trois piliers de la RSE dont l'ISR est censé promouvoir, le Développement Durable, notion par définition long-termiste. Nous rappelons ici que la définition du Développement Durable est de prendre en considération les générations futures. Rien n'est plus éloigné de cette définition que la notion de liquidité.

Concernant les produits dérivés, troisième type d'investissement possible pour un fonds monétaire : ils ne sont pas forcément émises par les entreprises concernés. Cela veut dire que, même si un produit dérivé concerne la dette d'une institution financière dit « responsable », son détenteur n'exerce aucune influence, directe ou indirecte, avant exercice de son option ou l'arrivée d'un autre événement prévu dans les clauses du contrat. Ils sont donc, dans les meilleurs de cas, « potentiellement responsables ».

Cela ne semble pas poser problème pour le lecteur averti – jusqu'à ce qu'on lui rappelle que les produits dérivés consistent plus de 80% du marché monétaire. Donc l'ISR monétaire a trois options : soit se limiter à un horizon d'investissement de 20%, ainsi limitant son impact sur la liquidité des institutions financières et donc rendant sa justification principale caducs ; soit inclure des produits dérivés dans son portefeuille et donc être en grande partie "potentiellement responsable" ; soit adopter des critères souples et une définition floue et se faire quand-même labélisé ISR par ses pairs qui partagent les mêmes intérêts pour le développement du marché ISR.

Nous avons donc des incompatibilités avec la notion d'ISR dans pratiquement tous les niveaux. Et tout ça sans prendre en considération les arguments des économistes hétérodoxes partisans d'une meilleure régulation du secteur Bancaire, qui sous-entend donc une diminution forcée des actifs monétaires. Quelle leçon peut-on tirer d'un secteur où les pratiques sont si éloignées du discours ? Est-ce qu'on peut toujours soutenir que la belle performance actuelle des fonds monétaires ISR est liée à un avantage compétitif inhérent à l'ISR quand liens qu'un fonds monétaire peut avoir avec la notion même l'ISR sont si faibles ?

Il est également intéressant de rappeler que un fonds de fonds, c'est à dire un fonds qui investit dans d'autres fonds, peut se qualifier « ISR » si les fonds dans lesquels il investit ont eux-aussi le label ISR. Imaginons maintenant un fonds de fonds qui investit à part égales dans 10 fonds traditionnels et 5 fonds appartenant à l'ISR « élargi ». Est-il « responsable » à 33% ? Ou moins, puisque ISR « élargi » est moins stricte que « core » ? Qu'est-ce qui se passe si parmi ces fonds « ISR élargi » il y en a qui se proclament « ISR monétaire » investissant en une grande partie dans des produits dérivés ? Ce fonds de fonds est-il « à peu près responsable » ? Il semblerait que, malgré un discours attirant, l'attribution des labels ISR monétaire est prématurée.

#### - **Etudier la causalité à long terme**

Une autre piste de recherche serait de continuer d'étudier la causalité entre les ressources VRIO, l'avantage compétitif et la performance des fonds ISR. Pour cette piste, Connor (2007) propose de chercher la source d'un flux temporairement continu des ressources stratégiques pour le succès des produits, services et processus. Bien que le modèle VRIN a été évolué et remplacé par le modèle VRIO, qui peut d'identifier les ressources permettant de conduire des opérations rentables, il est difficile de mesurer les impacts de ces ressources VRIO sur la performance de l'entreprise, notamment certains ressources liées à l'infrastructure organisationnelle. Cette proposition rejoint à une limite du test quantitatif : certains facteurs ne sont pas significatifs pour la performance du passé ou actuelle, mais ils pourront donner l'impact sur la performance dans le futur.

C'est pour cette raison qu'il est intéressant dans cette future piste de recherche, d'introduire une distinction entre les ressources stratégiques permanentes et les ressources stratégiques temporaires, proposée par Connor (2007), afin d'étudier, de façon continuée et approfondie, les impacts de ces ressources stratégiques sur la performance des fonds ISR.

Les ressources stratégiques permanentes pourraient inclure les caractères de l'organisation de la SGP qui durent dans le temps et elles sont essentielles à la performance potentielle et au succès des circonstances en évolution constante ; tandis que les ressources stratégiques temporaires seraient ces propriétés de la SGP, ou du fonds lui-même, qui contribuent de la manière contingente à la performance immédiate de l'entreprise. Autrement dit, les ressources stratégiques temporaires sont importantes dans le temps actuel et contribuent à la compétitivité actuelle tandis que les ressources stratégiques permanentes portent sur la capacité dynamique et fondamentale et contribuent aux avantages compétitifs des fonds à travers le temps. Ces ressources stratégiques permanentes aux fonds ISR de fournir une infrastructure stratégique et ensuite de maintenir les avantages compétitifs dans l'environnement commercial en évolution, lors de l'émergence des mouvements transitoires concurrentiels.

- **Se focaliser sur l'impact de la forme juridique des fonds**

Une autre ouverture serait d'étudier la forme juridique des fonds. Nous n'avons pas exploré les conséquences de ce « hasard » parce qu'il ne rentre pas facilement dans une grille RBV. Cependant le mot SICAV était figurait dans la liste des mots du discours spécifique à l'ISR. De plus la variable FCP/SICAV figurait parmi nos paramètres dans la partie quantitative. Une étude plus approfondie pourrait nous aider à vérifier s'il y a une vraie relation entre la forme juridique d'un fonds et sa performance.

- **Prendre en considération les spécificités du secteur financier**

Safizadeh et al. (2008, p.82) proposent une liste des spécificités du secteur financier : incertitude, besoin d'interactions fréquentes avec les fournisseurs, spécificité des actifs (emplacement, employés, logiciels et progiciels, performance des fournisseurs), risque de ne pas récupérer l'investissement fait pour les innovations, problèmes pour mesurer la performance, etc. Ces spécificités n'ont pas été utilisées pendant la construction de nos hypothèses, parce que notre recherche était exploratoire. L'impact de chacune de ces spécificités sur les ressources à la disposition des fonds ISR mériterait de faire l'objet d'une recherche dédiée.

- **Réexaminer l'ISR par d'autres théories**

Pour conclure, il ne faut pas oublier que la RSE et la RBV sont des sujets relativement récents dans le champ de recherche et qu'elles n'ont pas eu l'opportunité de se croiser davantage. Il se peut que nous n'ayons pas réussi d'identifier l'information extra-financière comme ressource VRIO parce que nous n'avons pas les moyens de mesurer l'impact des connaissances au niveau de la performance de l'entreprise. Or l'utilisation plus intensive de la KBV pourrait constituer la solution. Par exemple, nous pouvons intégrer la notion de « conflit d'intérêt » (Grandori, 2001, p.393) ou la notion de « coût des connaissances » (Heiman et Nickerson, 2002, p.100-101) afin de prolonger notre réflexion théorique de l'impact de l'information extra-financière sur notre objet de recherche. Ces manipulations nous permettraient de transiter de la RBV à la théorie de l'agence (Grandori, 2001) ou la théorie des coûts de transaction (Heiman et Nickerson, 2002) pour continuer d'étudier les fonds ISR toujours à travers un prisme novateur.



# **BIBLIOGRAPHIE**



## A

Aaron Catherine, Bilon Isabelle, Galanti Sébastien, Tadjeddine Yamina (2005), Les styles de gestion de portefeuille existent-ils ? *Revue d'Économie Financière*, 81, p. 1-18.

Acedo Francisco José, Barroso Carmen, Galan Jose Luis (2006), The resource-based theory: dissemination and main trends, *Strategic Management Journal*, 27, p. 621-636.

Akhigbe Aigbe, Madura Jeff, Tucker Alan (1997), Long-term valuation effects of shareholder activism, *Applied Financial Economics*, 7, p. 567-573.

Alberola E. (2004), *Informations extra-financières et marchés des capitaux : enjeux et perspectives pour les entreprises*, Thèse du Mastère HEC Développement durable, ORSE.

Allard-Poesi F., Marechal Ch. (2003), Construction de l'objet de recherche, p. 34-56, in Thiétart R.A. (coll.), *Méthodes et Recherche en Management*, Paris, Dunod.

Almeida P., Grant R.M. (1998), International corporations and cross-border knowledge transfer in the semiconductor industry, *Carnegie Bosch Institute*, Working Paper.

Ambrosini V., Bowman C. (2009), What are dynamic capabilities and are they a useful construct in strategic management? *International Journal of Management Reviews*, 11(1), p. 29-49.

Amin Ash, Cohendet Patrick (2000), Organisational Learning and Governance Through Embedded Practices, *Journal of Management & Governance*, 4(1/2), p. 93-116.

Amit R., Shoemaker P. J.H. (1993), Strategic assets and organizational rent, *Strategic management Journal*, p. 33-34.

Argyris Chris (1982), The executive mind and double-loop learning, *Organizational Dynamics*, 11(2), p. 5-22.

Argyris C., Schon D. A. (2002), *Apprentissage organisationnel : théorie, méthode, pratique*, DeBoeck Université, Paris, 380p.

Aristote, *Ethique de Nicomaque*, volume VI.

Arrègle J.L. (1996), Analyse Resource-Based et identification des actifs stratégiques, *Revue française de gestion*, 1996,128, mars-mai, p. 25-36.

Augier M., Teece D.J. (2009), Dynamic Capabilities and the Role of Managers in Business Strategy and Economic Performance, *Organization Science*, 20(2), p. 410-421.

Avenier Marie-José, Gavard-Perret Marie-Laure (2008), Inscrire son projet de recherche dans un cadre épistémologique, Chapitre 1 dans *Méthodologie de la recherche : réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*, Marie-Laure Gavard-Perret, David Gottelant, Christophe Haon, Alain Jolibert (dir.), Pearson, Paris.

## **B**

Ballet Jerome, Bazin Damien, Lioui Abraham, Touahri, David (2007), Green taxation and individual responsibility, *Ecological Economics*, 63(4), p. 732-739.

Bardin L. (2003), *L'analyse de contenu*, Paris, PUF, 2003.

Baris Jay G., Warshall Arielle (2004), Investment Company Governance, *Journal of Investment Compliance*, 5(2), p. 16 – 22.

Barnett Larry D. (2006), When is a mutual fund director independent? The unexplored role of professional relationships Under Section 2(a)(19) of the Investment Company Act, *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 4(2), p. 155-188.

Barney Jay B. (1986), Strategic Factor markets: expectations, luck and business strategy, *Management Science*, 10, October, p. 1231-1241.

Barney Jay B. (1991), Firm resources and sustained competitive advantage, *Journal of Management*, 17(1), p. 99-120.

Barney Jay B (1997), *Gaining and Soustaining Competitive Advantage*, Addison-Wesley.

Barney Jay, Wright Mike, Ketchen J. David (2001), The resource-based view of the firm: the years after 1991, *Journal of Management*, 27, p. 625-641.

Barney Jay B., Hesterly W. (2006), Organizational Economics: understanding the relationship between organizations and economic analysis. In S.R. Clegg, Hardy C., Lawrence T.B., Nord W.R. (ed.) *The sage handbook of organization studies*, London: Sage.

Bartha P. (1990), *Environmen tand Social Theory*, Routledge, London.

Barry Christopher, Starks Laura (1984), Investment management and risk sharing with multiple managers, *Journal of Finance*, 39(2), p. 477-49.

Basu Kunal, Palazzo Guido (2008), Corporate social responsibility: a process model of sensemaking, *Academy of Management Review*, 33, 1, p. 122-136.

Baumard P., Turc E. (2007), Can Organizations Really Unlearn? pp. 125-146 in C.R. McInerney & R.E. Day (éd.) *Rethinking Knowledge Management: From Knowledge Objects to Knowledge Processes*, Bloomington, IN: Springer.

Beltratti Andrea (2003), Socially Responsible Investment in General Equilibrium, *FEEM Working Paper* No. 93.

Bertoin-Antal Ariane, Sdeczak André (2004), Beyond CSR: organisational learning for global responsibility, *Journal of General Management*, 30(2), p. 77-98.

Black Fischer, Scholes Myron, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, 1973, 81(3), p. 637–654.

Blanchet Alain., Gotman Anne (2001), *L'enquête et ses méthodes : l'entretien*, Armand Colin, Paris.

Bollen Nicolas P.B., Busse Jeffrey A. (2004), Short-term persistence in mutual fund performance, *Review of Financial Studies*, 18(2), p. 569-597.

Boltanski Luc, Chiapello Eve (1999), *Le nouvel esprit du capitalisme*, Editions Gallimard, Paris.

Branco M. C., Rodrigues L. L. (2006), Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives, *Journal of Business Ethics*, 69, p. 111-132.

Bresser Rudi K. F., Millonig Klemens (2003), Institutional Capital: Competitive Advantage In Light of the New Institutionalism in Organization Theory, *Schmalenbach Business Review*, 55(3), p. 220-241.

Brulhart Franck, Gherra Sandrine, Rousselot Philippe (2010), Proposition of a Performance Measurement Tool for Analysing and Signalling SMEs' Performance, *The Business Review*, 16(1), p. 217-224.

Bryant Lonnie, Liu Hao-Chen (2009), Management structure and the risk of mutual fund managers, *Journal of Finance and Accountancy*, 2, p. 1-17.

Buisson Marie-Laure (2003), Transfert des connaissances et performance organisationnelle : état des lieux et perspectives, *Workpaper*, 667, octobre, Université Aix-Marseille III.

Burchell J., Cook J. (2008), Stakeholder dialogue and organizational learning: changing relationships between companies and NGOs, *Business Ethics: A European Review*, 17(1), pp. 35.46.

Busenitz W., Barney J.B. (1994), Biases and heuristics in strategic decision making: differences between entrepreneurs and managers in large organizations, *Academy of Management Proceedings*, p. 85-89.

## C

Capron Michel, Quairel-Lanoizelee Françoise (2004), *Mythes et réalités de l'entreprise responsable – acteurs, enjeux, stratégies*, La Découverte, Paris, 315 pages.

Carroll A.B. (1979), A three dimensional conceptual model of corporate performance, *Academy of Management Review*, 4(4), p. 479-505.

Charfi Alya, Fernez-Walch Sandrine (2010), Quels dispositifs structureaux pour faire du savoir une ressource stratégique ? Application au cas d'un éditeur français de logiciels, *XIX<sup>ème</sup> Conférence de l'AIMS*, 01-04 Juin 2010, Luxembourg.

Charreaux Gérard (1998), Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises, *Economies et Sociétés*, Editions Economica.

Clement Michael B., Rees Lynin, Swanson Edward P. (2003), The influence of culture and corporate governance on the characteristics that distinguish superior analysts, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18(4), p. 593-618.

Cohen W.M., Levinthal D.A. (1990), Absorptive capacity: a new perspective on learning and innovation, *Administrative Science Quarterly*, 35(1), p. 128–153.

Cohen Lauren, Frazzini Andrea, Malloy Christopher (2008), The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns, *Journal of Political Economy*, 116(5), p. 951-979.

Collombin Gilles (1991), Les compétences de l'entreprise présentation d'un modèle d'analyse, *Cahiers lyonnais de recherche en gestion*, 12, p. 190-208.

Conner K.R., Prahalad C.K. (1996), A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism, *Organization Science*, 7(5), p. 477–501.

Connor Tom, A consideration of strategic assets and the organizational sources of competitiveness, *Strategic Change*, 2007, 16, p. 127–136.

Contractor Farok, Ra Wonchan (2002), How knowledge attributes influence alliance governance choices: a theory development note, *Journal of International Management*, 2002, 8, p. 11-27.

Coulon Robert (2006), Responsabilité Sociale de l'Entreprise et pratiques de Gestion des Ressources Humaines, *Revue de l'Organisation Responsable*, 1, p 48-64.

Cowton C.J. (2004), Managing financial performance at an ethical investment fund, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 17(2), p. 249–275.

Cox P., Brammer S., Millington A. (2004), An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance, *Journal of Business Ethics*, 52(1), p. 27–43.

Cumming Douglas, Johan Sofia (2007), Socially Responsible Institutional Investment in Private Equity, *Journal of Business Ethics*, 75(4), p. 395-416.

## **D**

De la Cruz Deniz-Deniz Maria, Zarraga-Oberty Celia (2004), The Assessment of the Stakeholders' Environment in the New Age of Knowledge: An Empirical Study of the Influence of the Organisational Structure, *Business Ethics*, 2004, 13(4), p. 372-388.

Danneels E. (2002), The dynamics of product innovation and firm competences, *Strategic Management Journal*, 23(12), p. 1095-1121.

Davenport Thomas H., Prusak Lawrence (1998), *Working Knowledge: How Organizations Manage What They Know*, Cambridge, MA: Harvard Business School Press.

De Bellefeuille S., Turcotte M.-F. (2005), Le code de conduite de Gildan Inc.- chronique d'une firme du textile aux prises avec les nouveaux mouvements sociaux économiques, in B.-Turcotte, M.-F. et A. Salmon (Eds), *Responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise*, Presses de l'Université du Québec.

De Brito César (2006), ISR : comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestions? *Revue d'Economie Financière*, 10(10), p. 151-170.

De Brito César, Desmartin J.-P., Lucas-Leclin V., Perrin F. (2005), *L'investissement socialement responsable*, Editions Economica, Paris.

Déjean Frédérique (2004), *Contribution à l'étude de l'investissement socialement responsable – les stratégies de légitimation des sociétés de gestion*, Thèse doctorat en Sciences de Gestion, Université Paris-Dauphine.

Derwall J., Guenster N., Bauer R., Koedijk K. C. (2005), Socially responsible investing: the eco-efficiency premium puzzle, *Financial Analyst Journal*, 61(2), p. 51-64.

De Scheemaekere Xavie (2006), The epistemology of modern finance, *Working Papers* CEB.06-17.RS, ULB, Université Libre de Bruxelles.

Dierickx I., Cool K. (1989), Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage, *Management Science*, 35(12), p. 1504–1511.

Donada C., Mbengue A. (2003), Méthodes de classification et de structuration, in R-A. Thiétart (eds), *Méthodes de Recherche en Management*, Dunod, p. 373-396.

Doz Y. (1994), Les dilemmes de la gestion du renouvellement des compétences clés, *Revue Française de Gestion*, 97, janvier/février, p. 92-103.

Bowen Howard Rothmann (1953), *Social responsibilities of the businessman*, New York, Harper.

Drazin Robert, Rao Hayagreeva (2002), Harnessing managerial knowledge to implement product-line extensions: how do mutual fund families allocate portfolio managers to old and new funds? *Academy of Management Journal*, 45(3), p. 609-619.

Driscoll Dawn-Marie (2001), Ethics and corporate governance: lessons learned from a financial services model, *Business Ethics Quarterly*, 11(1), p. 145-158.

Drucker P. (1999), L'émergence de la nouvelle organisation, p. 11-33 in *Le Knowledge Management*, Editions d'Organisation, Paris.

Du Boys Céline (2003), L'activisme des investisseurs institutionnels est-il un outil efficace ? Quelques Réponses de la Littérature, *Working Papier*, Université d'Aix-Marseille 3, Pyricard.

Dubigeon O. (2002), *Mettre en pratique le développement durable : quels processus pour l'entreprise responsable ?* Editions Village Mondiale, Paris.

Durand Thomas (2000), L'alchimie de la compétence, *Revue française de gestion*, 127, p. 84-102.

Dyer J.H., Hatching N.W. (2006), Relation-specific capabilities and barriers to knowledge transfers: creation advantage through network relationships, *Strategic Management Journal*, 27(8), p. 701-719.

## **E**

Eisenhardt Kathleen M., Martin Jeffrey A. (2000), Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal*, 21, p. 1105-1121.

Ennis Richard (2008), The new organizational paradigm: a single portfolio manager and a band of scouts, *Financial Analysts Journal*, 64(4), p. 8-10.

Erickson C. Scott, Rothberg Helen, Carr Chris (2003), Knowledge-sharing in value-chain networks: certifying collaborators for effective protection processes, *Advances in Competitiveness Research*, 11(1), p. 152-164.

Eurosif (2008), *European SRI Study*, report.

Eurosif (2010), *European SRI Study*, report.

## **F**

Fama E. F., French K.R. (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, p. 3-56.

Fermon Daniel (2006), Pourquoi l'ISR est déjà un enjeu économique et financier ? *Revue d'Économie Financière*, 85, p. 1-12.

Ferone G., D'Arcimoles C.-H., Bello P., Sassenou N. (2001), *Le développement durable : des enjeux stratégiques pour l'entreprise*, Paris, Editions d'Organisation.

Ferrary Michel (2006), Apprentissage collaborative et réseaux d'investisseurs en capital-risque, *Revue Française de Gestion*, 163(4), p. 171-282.

Ferris Stephen P., Yan Xuemin (2007), Do independent directors and chairmen matter? The role of boards of directors in mutual fund governance, *Journal of Corporate Finance*, 13(2/3), p. 392-420.

Fogarty Timothy J., Rogers K. (2005), Rodney, Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation, *Accounting, Organizations and Society*, 30, p. 331-356.

Foss N.J., Ishikawa I. (2007), Towards a dynamic resource-based view, *Organization Studies*, 28(5), p. 749-772.

Freidheim C. (2000), *Les entreprises géantes*, Editions Maxima, Paris.

Freiling J., Gersch M., Goeke C. (2008), On the path towards a competence-bases theory of the firm, *Organization Studies*, 29(8-9), p. 1143-1164.

Freeman R. (1984), Edward, *Strategic Management: A stakeholder approach*, Boston: Pitman.

## G

Gavard-Perret Marie-Laure, Helme-Guizon Agnès (2008), Choisir parmi les techniques spécifiques d'analyse qualitative, chapitre 7, *Méthodologie de la recherche : réussir son mémoire ou sa thèse en sciences de gestion*, Gavard-Perret, David Gottelant, Christophe Haon, Alain Jolibert (dir.), Pearson, Paris.

Gendron Corinne (2002), De la reconnaissance à l'engagement : représentations et éthique de l'environnement et du développement durable chez les hauts dirigeants du Québec, *Entreprise Ethique*, 16, p. 41-48.

Giamporcaro-Saunière Stéphanie (2006), *L'investissement socialement responsable entre l'offre et la demande : analyse et enjeux de la construction sociale d'une épargne politique*, Thèse de doctorat de Sociologie, Université René Descartes Paris V, 664p.

Gil-Bazo Javier, Ruiz-Verdu Pablo (2009), The relation between price and performance in the mutual fund industry, *Journal of Finance*, 64(5), p. 2153-2183.

Gil-Bazo Javier, Ruiz-Verdu Pablo, Santos André A.P. (2010), The performance of socially responsible mutual funds: the role of fees and management companies, *Journal of Business Ethics*, 94, p. 243-263.

Gillan Stuart L., Starks Laura T. (2000), Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors, *Journal of Financial Economics*, 57(2), p. 275-305.

Gillan Stuart L., Starks Laura T. (2003), Corporate governance, corporate ownership and the role of institutional investors: a global perspective, *Journal of Applied Finance*, 13(2), p. 4-22.

Giordano, Y., Jolibert A. (2008), Spécifier l'objet de la recherche, In M. L. Gavard-Perret, D. Gottelant, C. Haon, A. Jolibert (Eds.), *Méthodologie de la Recherche – Réussir son mémoire ou sa thèse en sciences gestion*. Paris, Pearson Education France, pp. 47-86.

Gluck Kimberly, Becker Ying (2004), Can environmental factors improve stock selection? *Journal of Asset Management*, 5(4), p. 220-222.

Gomez P-Y. (2001), *La république des actionnaires : le gouvernement des entreprises, entre démocratie et démagogie*, Editions Syros, Paris, 216p.

Gond Jean-Pascal (2006), Construire la relation (positive) entre performance sociétale et financière sur le marché de l'ISR : de la performance à l'autoréalisation? *Revue d'Economie Financière*, 85, p. 63.

Gond Jean-Pascal, Herrbach Olivier (2006), Social reporting as an organizational learning tool? A theoretical framework, *Journal of Business Ethics*, 65, p. 359-371.

Granovetter M. (1983), The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited, *Sociological Theory*, 1, p. 201–233.

Grandori Anne (2001), Neither Hierarchy nor Identity: Knowledge-Governance Mechanisms and the Theory of the Firm, *Journal of Management and Governance*, 5, p. 381–399.

Grant R.M. (1991), The Resource-Based Theory of competitive advantage: implications for strategy formulation, *California management review*, printemps, p. 114-135.

Grant R.M. (1996a) Prospering in dynamically-Competitive Environments: Organizational Capability as Knowledge Integration, *Organization Science*, 4, p. 375-387.

Grant R.M. (1996b), Toward a knowledge-based theory of the firm, *Strategic Management Journal*, 17, winter special issue, p. 109-122.

Guigand E. (2004), Développement durable et entreprise, un défi pour les managers, *AFNOR/ORSE*, Paris.

Gumb Bernard (2007), What is shown, what is hidden: Compulsory disclosure as a spectacle, *Critical Perspectives on Accounting*, 18, p. 807– 828.

## **H**

Haigh Matthew, Hazelton James (2004), Financial markets: a tool for social responsibility? *Journal of Business Ethics*, 52(1), p. 59-71.

Håkansson H., Johanson J. (2001), Business Networks Learning - Basic considerations, in H. Håkansson et J. Johanson (ed.), *Business Network Learning*, Amsterdam, Pergamon.

Hamel G. (1990), The core competence of the corporation, *Harvard Business Review*, 1990, 3, p. 79-91.

Hansen Mark H., Perry Lee T. (2004), Reese Shane, A basysan operationalization of the ressource-based view, *Strategic Management Journal*, 25, p. 1279-1295.

Hatch Nile W., Dyer Jeffrey H. (2004), Human capital and learning as a source of sustainable competitive advantage, *Strategic Management Journal*, 25, p. 1155-1178.

Heiman Bruce, Nickerson Jack A. (2002), Towards Reconciling Transaction Cost Economics and the Knowledge-based View of the Firm: The Context of Interfirm Collaborations, *International Journal of the Economics of Business*, 9(1), p. 97-116.

Helfat C.E., Peteraf M.A. (2003), The dynamic resource-based view: capability lifecycles, *Strategic Management Journal*, 24, p. 997-1010.

Helfat Constance E., Finkelstein Sydney, Mitchell Will, Peteraf Margaret, Singh Harbir, Teece David, Winter Sidney G. (2007), *Dynamic capabilities: understanding strategic change in organizations*, Carlton, Blackwell.

Hervé Fabrice (2006), Famille de fonds de pension, performance et persistance de la performance, *XIIIème Conférence Internationale de l'AFFI*, Poitiers, 26-27 juin.

Hirschman Albert O. (1970), Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states, Harvard University Press, 162 p.

Hoff Jonathan, Reina Lawrence (1992), Increasingly active shareholders: what management needs to know – and do, *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 3(4), p. 397-417.

Holcombe T., Ireland R.D., Holmes Jr. R.M., Hitt M. A. (2009), Architecture of entrepreneurial learning: Exploring the link among heuristics, knowledge, and action, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), p. 167-192.

Horlick-Jous Tom, Sime Jonathan (2004), Living on the border: knowledge, risk and transdisciplinarity, *Future*, 36(4), p. 441-456.

Hoskisson R., Eden L., Lau, C-M., Wright, M. (2000), Strategy in emerging economies, *Academy of Management Journal*, 43, p. 249–67.

D'Humières Patrick (2005), *Le développement durable : le management de l'entreprise responsable, d'Organisation*, Paris, 385p.

Husted Bryan, Allen David (2007), Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms, *Long Range Planning*, 40, p. 594-610.

## I

Itami H. (1987), *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, Boston MA.

## J

Jayne Michael Ross, Skeratt Glynn (2003), The requirements of ethical fund managers and property investment, *Property Management*, 21(2), p. 136-152.

Jennings William, Martin Gregory (2007), Socially enhanced indexing: applying enhanced indexing techniques to socially responsible investment, *Journal of Investing*, 16(2), p. 18-31.

Jensen Michael, Meckling William (1976), Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), p. 305-360.

Johnson Gerry, Scholes Kevan, Whittington Richard, Fréry Frédéric (2008), *Stratégique*, 8<sup>e</sup> ed. Pearson, Paris.

Jonsson Stefan Regner Patrick (2009), Normative barriers to imitation, social complexity of core competences in a mutual fund industry, *Strategic Management Journal*, 30, p. 517-536.

Jontsenvirta Maria, Unsitalo Liisa (2010), Cultural competences: an important resource in the industry –NGO dialog, *Journal of Business Ethics*, 91, p. 379-390.

## **K**

Kempf Alexander, Ruenzi Stefan (2008), Tournaments in mutual-fund families, *Review of Financial Studies*, 21(2), p. 1013-1036.

Kinder Peter D., Domini Amy L. (1997), Social Screening: Paradigms Old and New, *The Journal of Investing*, 6(4), p. 12-19.

Koenig Gérard (1996), *Management Strategique - Paradoxes, Interactions Et Apprentissages*, Fernand Nathan, Paris, 543p.

Koenig Gérard (2006), L'apprentissage organisationnel : repérage des lieux, *Revue Française de Gestion*, 160(1), p. 293-306.

Kogut B., Zander U. (1992), Knowledge of the firm, combinative capacities, and the replication of technology, *Organization Science*, 3, p. 383–397.

Kreander N. Gray R.H., Power D.M., Sinclaire C.D. (2005), Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), p. 1465-1493.

Kurtz Lloyd (2005), Answers to Four Questions, *Journal of Investing*, 2005, 14(3), p. 125-139.

## **L**

Laroche Hervé, Nioche Jean-Pierre (2006), L'approche cognitive de la stratégie d'entreprise, *Revue Française de Gestion*, 160(1), p. 81-105.

Lee Paul (2005), Why funds should yield to call for transparency, *International Financial Law Review*, Corporate Governance, p. 13-14.

Lemette Jean-François (2009), Quel futur pour l'industrie boursière ? Analyse d'un processus de transformation, *Innovations*, 2(30), p. 157-188.

Levinthal D., Myatt J. (1994), Co-evolution of capabilities and industry: The evolution of mutual fund processing, *Strategic Management Journal*, 15, p. 45-62.

Le Saout Erwan, Buscot Corinne (2009), Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ? *Revue Management & Avenir*, 23, p. 153-169.

Lindfelt L., Törnoos J. (2006), Ethics and value creation in business research: comparing two approaches, *European Journal of Marketing*, 40(3), p. 328-35.

Louche Céline, Lydenberg Steven (2006), Socially Responsible investment: differences between Europe and United States, *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series*, 22, Vlerick Leuven Gent Management School.

## **M**

Makadok Richard (1999), Interfirm differences in scale economies and the evolution of market shares, *Strategic Management Journal*, 20(10), p. 935-952.

Makadok Richard, Walker Gordon (2000), Identifying a distinctive competence: forecasting ability in the money fund industry, *Strategic Management Journal*, 21, p. 853-864.

Mallin Chris (1999), Financial Institutions and their relations with corporate boards, *Corporate Governance*, 7(3), p. 248-255.

Mallin M.A. (2000), Impacts of industrial-scale swine and poultry production on rivers and estuaries, *American Scientist*, 2000, 88, p. 26-37.

Mallin Chris (2000), Institutional investors and voting practices: an international comparison, *Corporate Governance*, 2001, 9(2), p. 118-127.

March J.G., Simon H.S. (1958), *Organizations*. Wiley, New York.

Martinet Alain-Charles (2000), Epistémologie de la connaissance praticable : exigences et vertus de l'indiscipline, in David A, Hatchuel A. Laufer R. *Les nouvelles fondations des sciences de gestion*, Paris, Vuibert.

McCann, L., Solomon, A., Solomon, J. (2003), Explaining the Growth in UK Socially Responsible Investment, *Journal of General Management*, 28(4), p. 15-37.

McEvily Susan K., Chakravarthy Bala (2002), The persistence of knowledge-based advantage: an empirical test for product performance and technological knowledge, *Strategic Management Journal*, 23, p. 285-305.

Melé Domènec, Guillen Manuel (2006), The intellectual evolution of strategic management and its relationship with ethics and social responsibility, *Working paper IESE*, Business School, University of Navarra, n° 658.

Miles M. B., Huberman A. M. (1991), *Analyse des données qualitatives : Recueil de nouvelles méthodes*, Bruxelles, De Boeck.

Mill Greig (2006), The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 63, p. 131-148.

Miller Danny (2003), An asymmetry-based view of advantage: towards an attainable sustainability, *Strategic Management Journal*, 24(10), p. 961-976.

Mohr J.J., Sengupta S. (2002), Managing the paradox of inter-firm learning: the role of governance mechanisms, *Journal of Business & Industrial Marketing*, 17(4), p. 282-301.

Montagne Sabine (1999), Formation du cours de la bourse : les acteurs, leurs logiques, leurs interactions, *Revue de l'IRES*, 29, p. 29-52.

Montagne Sabine (2009), Des évaluateurs financiers indépendants ? Un impératif de la théorie économique soumis à l'enquête sociologique, *Cahiers Internationaux de Sociologie*, Presses Universitaires de France, 1, 126, p. 131-148.

Moscarola Jean (1995), Les utilisations pédagogiques du Sphinx, de l'enseignement à la recherche, *Revue de l'Enseignement Public et Informatique*, 78, p. 219-235.

Moussavou Jean (2006), Organizational architecture and decision-making: a complementary approach to measuring performance of portfolio managers, *Journal of Portfolio Management*, 33(1), p. 103-111.

Musca Geneviève (2007), La construction de compétences dans l'action, *Revue Française de Gestion*, 5(174), p. 93-113.

## N

Nahapiet J., Ghoshal S. (1998), Social capital intellectual capital and the organizational advantage, *Academy of Management Review*, 23, p. 242-266.

Newbert Scott L. (2007), Empirical research of the resource-based view of the firm: an assessment and suggestions for future research, *Strategic Management Journal*, 28, 121-146.

Newbert Scott L. (2008), Value, rareness, competitive advantage, and performance: a conceptual level empirical investigation of the resource-based view of the firm, *Strategic Management Journal*, 29, p. 745-768.

Nicolas Eline (2004), Apprentissage organisationnel et développement durable la norme AB en PME, *Revue Française de Gestion*, 2004, 30, mars-avril, p.153-172.

Nonaka Ikujiro (1991), The knowledge creating company, *Harvard Business Review*, 69(6), p. 96–104.

Nonaka Ikujiro. (1994), A Dynamic Theory of Organizational Knowledge Creation, *Organization Science*, 5(1), p. 14-37.

Nonaka Ikujiro, Takeuchi H. (1995), *The knowledge-creating company: how Japanese companies create the dynamics of innovation*, Oxford University Press, New York.

Nonaka Ikujiro, Von Krogh Georg (2009), Tacit Knowledge and Knowledge Conversion: Controversy and Advancement in Organizational Knowledge Creation Theory, *Organization Science*, 20 (3), p. 635–652.

Nonaka I., Toyama R., Konno N. (2000), SECI, Ba and leadership: a unified model of dynamic knowledge creation, *Long Range Planning*, 33, p. 5-34.

Nonaka I., Takeuchi H. (1995), *The Knowledge Creating Company*, Oxford University Press, New York.

## O

O'Rourke Dara. (2002), Monitoring the monitors: A critique of corporate third-party labor monitoring. In R. Jenkins, R. Pearson, G. Seyfang (Eds.), *Corporate responsibility and ethical trade: Codes of conduct in the global economy*, 2002, London, Earthscan.

O'Rourke Anastasia (2003), The Message and Methods of Ethical Investment, *Journal of Cleaner Production*, 11, 683–693.

## **P**

Paillé Pierre, Muccchielli Alex (2003), *L'analyse qualitative en sciences humaines et sociales*, Paris, Armand Colin, 212p.

Palla-Saltiel Valérie, Labiki Rania Labaki (2009), Quel management des connaissances pour les établissements bancaires ? *Revue Française de Gestion*, 191(1), p. 139-151.

Palpacuer Florence (2006), Globalization and corporate governance: issues for management researchers, *Society and Business Review*, 1(1), p. 45 – 6.

Paraponaris Claude, Simoni Gilda (2006), Diffusion des connaissances et outils de gestion, *Revue Française de Gestion*, 166(7), p. 69-92.

Parwada Jerry T. (2008), The genesis of home bias? The location and portfolio choices of investment company start-ups, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), p. 245-266.

Pasquier-Dorothe J., Barbuscia D., Gay S., Giorgetti F. (2001), *Ethique, gestion de patrimoine et gouvernement d'entreprise*, Editions Universitaires, Fribourg, Suisse, 249p.

Penalva-Icher Elise (2006), La construction sociale d'un marché financier : L'investissement Socialement Responsable en France, *AFS, Association Française de Sociologie, Bordeaux*, septembre.

Penrose E. (1959), *The Theory of Growth of the Firm*, Wiley, New York, Prahalad C.K.

Perez R. (2002), L'actionnaire socialement responsable, *Revue Française de Gestion*, 141, p. 131-151.

Perrini Francesco (2005), Building a European portrait of corporate social responsibility reporting, *European Management Journal*, 23(6), pp. 611-627.

Pesqueux Yvon (2005), Corporate governance and accounting systems: a critical perspective, *Critical Perspectives on Accounting*, 16, p. 797–823.

Pesqueux Yvon, Damak-Ayadi Salma (2005), Stakeholder theory in perspective, *Corporate Governance*, 5(2), p. 5-21.

Piaget Jean (1967), *Biologie et connaissance : Essai sur les relations entre les régulations organiques et les processus cognitifs*, Gallimard, Paris.

Platts M. J., Yeung M. B. (2000), Managing learning and tacit knowledge, *Strategic Change*, 9(6), p. 347-355.

Popper Karl (1973), *Logique de la découverte scientifique*, Payot.

Porter M. (1980), *Competitive Strategies: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York.

Porter M. (1985), *Competitive Advantage*, Free Press, New York.

Powell T.C. (2001), Competitive advantage: logical and philosophical considerations, *Strategic Management Journal*, 22(9), p. 875-888.

Prévot Frédéric, Brulhart Franck, Guieu Gilles, Maltese Lionel (2010), Perspectives fondées sur les ressources – proposition de synthèse, *Revue française de Gestion*, 204, p.87-103.

Prahalad C.K., Hamel Gary (1990), The core competence of the corporation, *Harvard Business Review*, 68(3), p. 79-91.

Puthod D., Thévenard C. (1999), La théorie de l'avantage concurrentiel fondé sur les ressources : une illustration avec le groupe Salomoné, *Gestion 2000*, 3, p.135-153.

## Q

Quélin Bertrand, Arrègle Jean-Luc (2000), *Le management stratégique des compétences*, (coll.), Ellipses, Paris, 352 pages.

Quivy Raymond, Van Campenhoudt Luc (1995), *Manuel de recherche en Sciences sociales*, Paris, Dunod.

## **R**

Radin Robert F., Stevenson William B. (2006), Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance, *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), p. 367-376.

Ray Gautam, Barney Jay B., Muhanna Waleed A. (2004), Capabilities, business processes, and competitive advantage: choosing the dependent variable in empirical tests of the resource-based view, *Strategic Management Journal*, 25, 23-37.

Remmers Lee (2004), International financial management: 35 years later—what has changed? *International Business Review*, 13, p. 155–180.

Renneboog L., Horst J., Zhang T.C. (2008), The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), p. 302–322.

Roberts John, Sanderson Paul, Barker Richard, Hendry John (2006), In the mirror of the market: the disciplinary effects of company/fund manager meetings, *Accounting, Organization and Society*, 31(3), p. 166-173.

Rouse Michael, Daellenbach Urs (2002), More thinking on research methods for the resource-based perspective, *Strategic Management Journal*, 23, p. 963-967.

Rubin P.H. (1973), The expansion of firm, *Journal of Political Economy*, 84, p. 936-949.

Rugman Alan M., Verbeke Alain (2002), Edith penrose's contribution to the resource-based view of strategic management, *Strategic Management Journal*, 23, p.769-780.

Rumelt D.P. (1984), Towards a Strategic Theory of the Firm, in B. Lamb (Ed.), *Competitive strategic management*, pp. 556-570, Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall.

## S

Saadaoui Khaled (2009), L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? La performance financière des FSR, *Revue française de Gestion*, 196(6), p.192.

Safizadeh M. Hossein, Field Joy M, Ritzman Larry P. (2008), Sourcing practices and boundaries of the firm in the financial services industry, *Strategic Management Journal*, 29, p. 79-91.

Salvary Stanley C. W. (2004), Society, science, and economics: the delicate balance between ideology and epistemology and the concept of fairness, *EconWPA Method and Hist of Econ Thought*.

Sanchez Ron., Heene Aimé, Thomas H. (1996), Towards the theory and practice of competence based competition, in Sanchez R., Heene A., Thomas H. (eds), *Dynamics of Competence-Based Competition*, Pergamon, Oxford, p. 1-35.

Sanchez Ron., Heene Aimé (1997), A competence perspective on Strategic Learning and Knowledge Management , in R. Sanchez et Aimé Heene (éd.), *Strategic Learning and knowledge management*, Série The Strategic management, John Wiley and Sons, Chichester.

Sanchez Ron, Heene Aimé (2010), Grande théorie et théorie intermédiaire en stratégie : une perspective épistémologique, *Revue Française de Gestion*, 204(5), 127-139.

Saunders M., Lewis P., Thornhill A. (2003), *Research methods for business students*, Essex, Pearson Education, 378 p.

Serret Vanessa (2003), L'investissement éthique est-il rentable ? Premier bilan sur les OPCVM éthiques en France (1990-2002), *AIMS*, Cergy-Pontoise, France.

Scholes E. Clutterbuck D. (1998), Communication with stakeholders: an integrated approach, *Long Range Planning*, 31(2), p. 227-238.

Schumpeter Joseph A. (1954), *L'Histoire de l'Analyse économique*, Gallimard.

Simon Herbert A. (1955), A behavioral model of rational choice, *Quarterly Journal of Economics*, 69, p. 99-118.

Smith Alan D. (2007), Making the case for the competitive advantage of corporate social responsibility, *Business Strategy Series*, 8(3), p. 186-195.

Snider J., Hill R.P, Martin D. (2003), Corporate social responsibility in the 21st century: a view from the world's most successful firms, *Journal of Business Ethics*, 48, p. 175-187.

Solis Rafael (2009), Visualizing stock-mutual fund relationships through social network analysis, *Global Journal of Finance & Banking*, 3(3), p. 8-22.

Solomon A., Solomon J., Suto M. (2004), Can the UK Experience Provide Lessons for the Evolution of SRI in Japan? *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 552–566.

Sparkes R., Cowton C.J. (2004), The maturing of socially responsible investment: a review of the developing link with corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics*, 52(1), p. 45-57.

Spender J.C. (1994), Organizational knowledge, collective practice and Penrose rents, *International Business Review*, 3(4), p. 353-367.

Spender J.C. (1996), Making knowledge the basis of a dynamic theory of the firm, *Strategic Management Journal*, 17, pp. 45-62.

Spender J.C., Grant, R. (1996), Knowledge and the firm, *Strategic Management Journal*, 17, winter special issue, p. 3-9.

Stacey R. (1996), Management and the science of complexity: if organizational life is nonlinear, can business strategies prevail? *Research Technology Management*, 39, p. 8-11.

Stangohr P. (2001), How does corporate culture influence the effective transfer of knowledge? Taking the case of the consulting industry, *Working Paper, Groupe ESCP-EAP*, Paris.

Szostak-Tapon Bérangère (2006), *L'impact des facteurs organisationnels sur l'image institutionnelle des organisations — Le cas des agences de design en France*, Thèse doctorale en Sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon3, 2006.

Szulanski G. (1996), Exploring internal stickiness: impediments to the transfer of best practice within the firm, *Strategic Management Journal*, 17, 27-43.

## T

Tannery Franck (1994), Les trois dimensions de la stratégie dans les activités de service, *Revue Française de Gestion*, Mars-Avril-Mai, 113.

Teece D. (2007), Explicating dynamic capabilities: the nature and micro foundations of (sustainable) enterprise performance, *Strategic Management Journal*, 28, p. 1319-1350.

Teece D.J., Pisano G., Shuen A. (1997), Dynamic capabilities and strategic management, *Strategic Management Journal*, 18(7), p. 509-533.

Thiéart R.A. (2003), *Méthodes et Recherche en Management*, (coll.), Paris, Dunod, 2003.

Tippet John (2001), Performance of Australia's ethical funds, *Australian Economic Review*, 34(2), p. 170-178.

Tsoukas H. (1996), The Firm as a Distributed Knowledge System: A Constructionist Approach, *Strategic Management Journal*, 17, p. 11-25.

Tywoniak Stéphane A. (1989), Le modèle des ressources et des compétences : un nouveau paradigme pour le management stratégique ? in *Repenser la stratégie, fondements et perspectives*, Hervé Laroche, Jean-Pierre Nioche (Dir.), Vuibert, Paris, 364p.

## U

Usunier J.C. (1993), Easterby-Smith M., Thorpe R., *Introduction à la recherche en gestion*, Economica.

Uzzi Brian, Gillespie James J. (2002), *Knowledge spillover in corporate financing networks: embeddedness and the firm's debt performance*, *Strategic Management Journal*, 23, p. 595-618.

## V

Van de Velde Eveline, Vermeir Wim, Corten Filip (2005), Finance and accounting corporate social responsibility and financial performance, *Corporate Governance*, 5(3), p. 129-138.

Vermeir Wim. Friedrich C. (2006), La performance de l'ISR, *Revue d'économie financière*, 85(4), p. 1-14.

Von Loye Guy, Fontowicz Laurent (2004), La crédibilité des producteurs d'information, le cas des analystes financiers, *Revue Française de Gestion*, 151(4), p. 81-95.

## **W**

Wacheux C. (1996), *Méthodes qualitatives et recherche en gestion*. Paris, Economica.

Watson M., Emery R.T. (2004), Environmental management and auditing systems: the reality of environmental self-regulation, *Managerial Auditing Journal*, 19(7), p. 916-928.

Weber Max (2004), *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, 1920, Gallimard, 602 pages.

Weber R.P. (1990), *Basic content analysis*, Newbury Park, Sage Publications.

Wernerfelt B. (1984), A resource-based view of the firm, *Strategic Management Journal*, 5, p. 171-180.

Wiedemann-Goiran Thierry, Perier Frédéric, Lépineux François (2002), *Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, d'Organisation, Paris, 295 pages.

Williamson Oliver E. (1999), Strategy research: Governance and competence perspectives, *Strategic Management Journal*, 20, p. 1087-1108.

Wirtz Peter (2008), L'attrait psychologique des codes de « meilleures pratiques » en France, *Revue Française de Gestion*, 183(3), p. 51-71.

## **Document électronique**

Baillargeon J. (2008), cours de l'Université du Québec à trois rivières, consulté le 6 juin 2011. <http://www.uqtr.ca/cours/srp-6018/>

Beney J. Lexique français pour l'analyse automatique, <http://jeanbeney.ouvaton.org/grafra/dico.html>

Eurosif, <http://www.eurosif.org/research>

ISR-Infor, [www.isr-info.com](http://www.isr-info.com)

Novethic (2004), *Special ISR Français, Qu'est-ce que l'ISR à la française ?* La lettre de l'Economie responsable. [www.novethci.fr](http://www.novethci.fr)

Novethic (2009), *Le marché ISR française en 2009*, Enquête réalisée par le centre de recherche ISR de Novethic. [www.novethci.fr](http://www.novethci.fr)

Novethic (2010), *Achieving Investment Objectives through ESG Integration*, working paper, March. [www.novethci.fr](http://www.novethci.fr)

ORSE (2005), Guide des organismes d'analyse sociétale, [www.orse.fr](http://www.orse.fr)

Quantalys, [www.quantalys.com](http://www.quantalys.com)

<http://www.hcmc.gr/pages/aedak.asp?catID=113>, consulté le 11 mai 2008

IR Multilingual Resources at UniNE, Université de Neuchâtel, Suisse,  
<http://members.unine.ch/jacques.savoy/clef/index.html>

# GLOSSAIRE

AG	Assemblée Générale
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ASG	Actifs Sous Gestion
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBV	Competence Based View
CIO	Chef Investment Officer
DAS	Domaines d'Activité Stratégiques
DD	Développement Durable
EONIA	Euro OverNight Index Average,
EONIA	Euro Over Night Index Average
ESG	Environnementale, Sociale et de Gouvernance
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EMAS	Eco-Management & Audit Scheme
FCP	Fonds Commun de Placement
GRI	Global Reporting Initiative
HNWI	High Net Worth Individuals
INT	Industrial Network Theory
ISR	Investissement Socialement Responsable
KBV	Knowledge Based View
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MEDAF	Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
OCDE	Organization for Economic Co-operation and Development
OGM	Organisme Génétiquement Modifié
OIT	Organisation Internationale du Travail
ONG	Organisation Non Gouvernementale
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
OPM	Office for Public Management
PIBOR	Paris InterBank Offered Rate

PME	Petite et Moyennes Entreprises
PRI	Principe pour l'Investissement Responsable
RBV	Resource-Based View
RSE	Responsabilité sociale des entreprises
SEC	Securities and Exchange Commission
SGP	Société de Gestion de Portefeuille
SICAV	Sociétés d'Investissement à Capital Variable
MPT	Théorie Moderne du Portefeuille
TCAC	Taux de Croissance Annuel Cumulé
TIC	Technologies de l'Information et de la Communication

# ANNEXES



## **Annexe 1 : Guide d'entretien -- version française**

### **Section 1 : Organisation du fonds**

1. Etiez-vous présent pendant la création du fonds ? Qui a-t-il pris la décision ? Comment se déroule la procédure ?
2. Quelles ont été les parties consultées pendant la constitution du fonds ? Quelles sont les parties consultées dans la gestion courante ?
3. Quelle est la relation du fonds avec la SGP ? Pouvez-vous faire une esquisse d'organigramme du fonds et/ou de la SGP ?
4. Est-ce que la SGP dispose des analystes maison ? Est-ce que certains d'entre eux sont spécialisés en RSE ? Quelle est leur contribution ?
5. Est-ce qu'il y a eu des réorganisations depuis ? Qui a-t-il pris la décision ? Qu'est-ce qu'il a changé ? Dans quel but ?

### **Section 2a : Pratiques – Critères ESG**

1. Quelle est la particularité du fonds par rapport à un fonds traditionnel ?
2. Y a-t-il un code de conduite formalisé ? Est-il réévalué périodiquement ?
3. Quels sont les critères pour l'exclusion/inclusion des entreprises ? Comment ont-ils été retenus ? Sont-ils formalisés ?
4. Y a-t-il un système pour la réévaluation périodique de ces critères ?
5. Quel est le poids du reporting entreprises pour la constitution du portefeuille ? Y a-t-il des critères particuliers ? Y a-t-il un système formalisé pour leur évaluation ?

### **Section 2b : Pratiques - Dialogue**

1. Faites-vous un suivi actif des entreprises incluses dans le fonds ?
2. Comment est-il organisé ? Pourquoi ?
3. Comment gérez-vous les droits de vote ? Y a-t-il des consignes ?
4. Est-ce qu'il y a une trace ?
5. Utilisez-vous d'autres moyens de dialogue ? De pression ?

### **Section 3 : Stratégie**

1. Quels-sont vos plans pour l'avenir ? Que pensez-vous des fonds ISR obligataires ou monétaires ?
2. Quels sont vos points forts/points faibles par rapport aux fonds concurrents ?
3. Quel est votre positionnement par rapport au marché ? Par rapport aux fonds de la même famille ?
4. Avez-vous privilégié une voie de commercialisation du fonds ? Laquelle ? Pourquoi ?
5. Avez-vous suivi une formation à l'ISR ? Après ? Depuis ? Quel a été le contenu ? L'objectif ?
6. Avez-vous d'expérience avec des fonds « traditionnels » ? Pouvez-vous-me

## Annexe 2 : Liste complète de la juxtaposition des deux corpus

Rank	Freq	Keyness	Keyword	Rank	Freq	Keyness	Keyword
1	377	181.675	durable	468	17	4.507	opc
2	756	176.812	sicav	469	17	4.507	prélevées
3	222	122.583	isr	470	48	4.482	nomination
4	314	108.551	développement	471	23	4.449	bonne
5	178	98.287	lfp	472	23	4.449	décrites
6	385	98.163	compartiment	473	725	4.442	indice
7	141	77.856	socialement	474	8	4.417	annualisé
8	169	77.234	responsable	475	8	4.417	assets
9	119	65.709	palatine	476	8	4.417	aversion
10	147	65.641	oui	477	8	4.417	breglement
11	471	62.414	critères	478	8	4.417	calls
12	112	61.843	extra	479	8	4.417	cie
13	268	59.592	r	480	8	4.417	compose
14	102	56.322	groupama	481	8	4.417	dynamisation
15	94	51.904	etoile	482	8	4.417	déduits
16	167	49.969	environnement	483	8	4.417	déterminant
17	88	48.591	macif	484	8	4.417	eee
18	88	48.591	ufg	485	8	4.417	emploi
19	232	47.534	banque	486	8	4.417	escomptés
20	84	46.383	gouvernance	487	8	4.417	exécute
21	486	36.874	action	488	8	4.417	fitchrating
22	607	32.493	i	489	8	4.417	franco
23	56	30.922	ecureuil	490	8	4.417	hoche
24	54	29.817	partenaires	491	8	4.417	insuffisante
25	84	28.815	relations	492	8	4.417	intègrent
26	52	28.713	solidaires	493	8	4.417	investissable
27	51	28.161	sarasin	494	8	4.417	levallois
28	50	27.609	caam	495	8	4.417	limitative
29	11680	25.121	d	496	8	4.417	menées
30	45	24.848	mg	497	8	4.417	multifactoriel
31	615	24.348	conseil	498	8	4.417	naturel
32	44	24.296	responsables	499	8	4.417	nbre
33	43	23.743	ressources	500	8	4.417	nc
34	40	22.087	humaines	501	8	4.417	opcvm
35	40	22.087	life	502	8	4.417	perp
36	40	22.087	multi	503	8	4.417	perret
37	40	22.087	vigeo	504	8	4.417	placeur
38	162	21.899	actionnaires	505	8	4.417	poors
39	39	21.535	lcl	506	8	4.417	prenantes
40	39	21.535	phitrust	507	8	4.417	progression
41	38	20.983	environnementaux	508	8	4.417	projeter
42	38	20.983	répond	509	8	4.417	projets

43	363	20.685	social	510	8	4.417	pré
44	58	20.176	cent	511	8	4.417	ps
45	161	19.962	entreprise	512	8	4.417	pt
46	36	19.878	environnementale	513	8	4.417	quantités
47	36	19.878	ethique	514	8	4.417	relevé
48	35	19.326	developpement	515	8	4.417	renonce
49	110	18.299	institutionnels	516	8	4.417	seulement
50	174	18.074	catégories	517	8	4.417	surseoir
51	114	17.822	sociale	518	8	4.417	thème
52	32	17.670	insertion	519	8	4.417	validées
53	128	17.323	initiale	520	8	4.417	vendeurs
54	632	17.298	avec	521	8	4.417	verront
55	31	17.117	sell	522	8	4.417	versée
56	31	17.117	éthique	523	8	4.417	voire
57	30	16.565	ccfd	524	242	4.412	coût
58	194	16.020	assemblée	525	164	4.377	long
59	29	16.013	notées	526	145	4.373	raison
60	29	16.013	swiss	527	43	4.372	allégées
61	108	15.741	max	528	43	4.372	lot
62	28	15.461	sociétaux	529	420	4.371	donc
63	27	14.909	lyonnais	530	86	4.364	facturé
64	27	14.909	réseaux	531	52	4.343	actionnaire
65	339	14.793	financière	532	152	4.274	bank
66	109	14.378	am	533	33	4.249	désire
67	26	14.357	federal	534	33	4.249	identique
68	127	13.918	détenir	535	33	4.249	zones
69	3644	13.851	actions	536	530	4.237	cet
70	25	13.804	boétie	537	189	4.202	catégorie
71	25	13.804	fraude	538	85	4.155	sens
72	25	13.804	lutter	539	60	4.152	mandat
73	25	13.804	évasion	540	16	4.072	découlant
74	44	13.530	comportement	541	16	4.072	eau
75	116	13.482	respect	542	16	4.072	meilleures
76	57	13.321	fournisseurs	543	16	4.072	révocation
77	63	13.282	vocation	544	16	4.072	échelle
78	24	13.252	assistance	545	22	4.067	appréciées
79	24	13.252	boissy	546	22	4.067	marqués
80	24	13.252	caisses	547	22	4.067	plafond
81	24	13.252	éligibilité	548	68	4.040	administrateur
82	24	13.252	faveur	549	27	3.935	appartenant
83	24	13.252	intégration	550	27	3.935	autorisé
84	24	13.252	sensibles	551	27	3.935	clause
85	24	13.252	sociétal	552	27	3.935	conclus
86	24	13.252	usa	553	27	3.935	obligatoirement
87	35	13.031	civile	554	32	3.929	domaines
88	147	13.021	directeur	555	127	3.926	conformes

89	495	13.011	administration	556	968	3.916	non
90	56	12.905	appliqué	557	588	3.907	objectif
91	23	12.700	esg	558	7	3.865	agrées
92	23	12.700	privee	559	7	3.865	appliquées
93	23	12.700	prélever	560	7	3.865	approuvée
94	23	12.700	state	561	7	3.865	arkea
95	23	12.700	street	562	7	3.865	bleu
96	23	12.700	vifs	563	7	3.865	brossolette
97	34	12.536	fera	564	7	3.865	classique
98	483	12.325	liés	565	7	3.865	cohésion
99	22	12.148	centrée	566	7	3.865	considérés
100	22	12.148	fontenay	567	7	3.865	construire
101	22	12.148	orientée	568	7	3.865	descriptif
102	22	12.148	salariés	569	7	3.865	dimensions
103	22	12.148	solidaire	570	7	3.865	dirigées
104	22	12.148	z	571	7	3.865	déroule
105	22	12.148	éthiques	572	7	3.865	détiennent
106	33	12.043	best	573	7	3.865	efficace
107	33	12.043	notice	574	7	3.865	espèce
108	33	12.043	pondération	575	7	3.865	ev
109	47	11.787	agricole	576	7	3.865	favoriser
110	86	11.770	gérer	577	7	3.865	formalités
111	21	11.596	cmne	578	7	3.865	indexés
112	21	11.596	investor	579	7	3.865	indique
113	21	11.596	perdre	580	7	3.865	interviendra
114	21	11.596	quilvest	581	7	3.865	jpy
115	32	11.551	peu	582	7	3.865	ligne
116	104	11.285	millième	583	7	3.865	logique
117	20	11.043	garantit	584	7	3.865	majorés
118	57	10.931	utilise	585	7	3.865	nécessitant
119	130	10.857	égale	586	7	3.865	of
120	78	10.793	assemblées	587	7	3.865	or
121	78	10.793	liée	588	7	3.865	parfaitement
122	30	10.574	met	589	7	3.865	poche
123	44	10.514	classe	590	7	3.865	prioritairement
124	44	10.514	t	591	7	3.865	proportions
125	19	10.491	agrées	592	7	3.865	refléter
126	19	10.491	distributeurs	593	7	3.865	remplacé
127	19	10.491	efficacité	594	7	3.865	renseignée
128	19	10.491	exposée	595	7	3.865	reproduire
129	19	10.491	pernet	596	7	3.865	représentatifs
130	19	10.491	valeursmobilières	597	7	3.865	respectivement
131	50	10.466	rapidement	598	7	3.865	royaume
132	448	10.456	x	599	7	3.865	réels
133	2040	10.445	investissement	600	7	3.865	références
134	37	10.341	locaux	601	7	3.865	superformance

135	153	10.073	président	602	7	3.865	transitoirement
136	18	9.939	champlain	603	7	3.865	uni
137	18	9.939	class	604	7	3.865	versé
138	18	9.939	constante	605	7	3.865	vni
139	18	9.939	etienne	606	41	3.802	arbitrage
140	18	9.939	germain	607	41	3.802	futurs
141	18	9.939	inscrit	608	87	3.748	engagements
142	18	9.939	modalité	609	54	3.737	représentant
143	18	9.939	relève	610	21	3.693	admisses
144	18	9.939	saint	611	21	3.693	comprend
145	36	9.895	concept	612	21	3.693	couverts
146	1548	9.839	commission	613	21	3.693	grand
147	265	9.767	supérieure	614	21	3.693	régionales
148	48	9.676	certificats	615	36	3.692	back
149	28	9.605	souvent	616	36	3.692	présents
150	64	9.525	globale	617	15	3.645	appuyant
151	120	9.396	membres	618	15	3.645	deuxième
152	17	9.387	btp	619	15	3.645	grâce
153	17	9.387	entraîne	620	62	3.628	surveillance
154	17	9.387	swisslife	621	31	3.616	buy
155	17	9.387	traditionnels	622	31	3.616	délégués
156	17	9.387	unique	623	26	3.598	chapitre
157	137	9.307	activité	624	289	3.598	ensemble
158	27	9.124	contacts	625	26	3.598	ouverte
159	27	9.124	exprimé	626	26	3.598	proposition
160	695	9.095	bourse	627	66	3.595	caisse
161	34	9.013	rapides	628	66	3.595	levier
162	114	8.983	dépôt	629	136	3.544	postale
163	82	8.952	bénéfices	630	40	3.526	sélectionner
164	16	8.835	amérique	631	113	3.509	répondant
165	16	8.835	anjou	632	510	3.436	autre
166	16	8.835	emplois	633	44	3.408	allégée
167	16	8.835	grade	634	44	3.408	presentation
168	16	8.835	ic	635	61	3.405	banques
169	16	8.835	id	636	35	3.404	figure
170	16	8.835	potentielle	637	35	3.404	française
171	16	8.835	sortie	638	35	3.404	seine
172	26	8.646	issu	639	13356	3.384	et
173	56	8.560	annuelle	640	65	3.379	composant
174	99	8.544	obtenir	641	915	3.352	prospectus
175	242	8.441	natixis	642	157	3.345	prévues
176	230	8.384	place	643	20	3.327	analyser
177	50	8.318	devant	644	20	3.327	dépréciation
178	50	8.318	limitées	645	20	3.327	nominative
179	15	8.283	anglas	646	20	3.327	technique
180	15	8.283	faites	647	6	3.313	accompagnement

181	15	8.283	mandarine	648	6	3.313	accomplies
182	15	8.283	monep	649	6	3.313	acompte
183	15	8.283	pro	650	6	3.313	ajusté
184	15	8.283	racheter	651	6	3.313	alpes
185	15	8.283	sustainable	652	6	3.313	analysant
186	15	8.283	énergie	653	6	3.313	antérieurement
187	65	8.176	statuts	654	6	3.313	aplitec
188	25	8.171	investment	655	6	3.313	apportent
189	25	8.171	valorisé	656	6	3.313	apportée
190	44	8.135	construction	657	6	3.313	approuvées
191	323	7.991	siège	658	6	3.313	asie
192	14	7.730	accepter	659	6	3.313	aspects
193	14	7.730	acquérir	660	6	3.313	bonnes
194	14	7.730	bc	661	6	3.313	cailliau
195	14	7.730	contribuent	662	6	3.313	chartres
196	14	7.730	dexia	663	6	3.313	choisissant
197	14	7.730	excepté	664	6	3.313	civil
198	14	7.730	générations	665	6	3.313	clef
199	14	7.730	notés	666	6	3.313	combinaison
200	14	7.730	payée	667	6	3.313	conseillée
201	14	7.730	postes	668	6	3.313	consolidation
202	14	7.730	rbc	669	6	3.313	contrôlés
203	14	7.730	représentants	670	6	3.313	couronne
204	14	7.730	segepar	671	6	3.313	courtois
205	14	7.730	sustainability	672	6	3.313	couvrant
206	14	7.730	virements	673	6	3.313	cumulé
207	14	7.730	énergies	674	6	3.313	defensives
208	14	7.730	énergétique	675	6	3.313	development
209	155	7.726	générales	676	6	3.313	devrait
210	24	7.699	intégralité	677	6	3.313	dialogue
211	24	7.699	reméré	678	6	3.313	doubles
212	24	7.699	réservée	679	6	3.313	dresse
213	24	7.699	savoir	680	6	3.313	dupont
214	194	7.533	utilisation	681	6	3.313	durablement
215	58	7.517	convention	682	6	3.313	employant
216	112	7.407	agences	683	6	3.313	engagent
217	363	7.346	sélection	684	6	3.313	entré
218	30	7.290	entièrement	685	6	3.313	envisager
219	36	7.257	historique	686	6	3.313	etheis
220	23	7.230	initiatives	687	6	3.313	etrangère
221	23	7.230	régulier	688	6	3.313	excellence
222	478	7.190	crédit	689	6	3.313	exclue
223	13	7.178	caractérise	690	6	3.313	express
224	13	7.178	conjugaison	691	6	3.313	expérimentés
225	13	7.178	constitués	692	6	3.313	factoriel
226	13	7.178	dimension	693	6	3.313	federation

227	13	7.178	distincts	694	6	3.313	figaro
228	13	7.178	eurosocietale	695	6	3.313	fine
229	13	7.178	fixing	696	6	3.313	gilbert
230	13	7.178	linéairement	697	6	3.313	grosses
231	13	7.178	modéré	698	6	3.313	impacter
232	13	7.178	méthodologie	699	6	3.313	inclura
233	13	7.178	proximité	700	6	3.313	incontestable
234	13	7.178	quality	701	6	3.313	individuel
235	13	7.178	scacchi	702	6	3.313	instauration
236	13	7.178	semestriel	703	6	3.313	internes
237	13	7.178	supérieures	704	6	3.313	interruption
238	136	7.165	intégrant	705	6	3.313	irlande
239	1152	7.018	opérations	706	6	3.313	islande
240	41	7.018	permettent	707	6	3.313	kolb
241	221	6.823	rémunération	708	6	3.313	labanquepostale
242	22	6.765	différé	709	6	3.313	laisse
243	22	6.765	parties	710	6	3.313	latitude
244	247	6.721	effet	711	6	3.313	laydernier
245	12	6.626	affichée	712	6	3.313	marcel
246	12	6.626	association	713	6	3.313	maximal
247	12	6.626	bois	714	6	3.313	mener
248	12	6.626	chf	715	6	3.313	montreuil
249	12	6.626	codes	716	6	3.313	mscibarra
250	12	6.626	compatibles	717	6	3.313	mènent
251	12	6.626	compromettre	718	6	3.313	mérites
252	12	6.626	compétent	719	6	3.313	norfinance
253	12	6.626	directe	720	6	3.313	nuger
254	12	6.626	diversité	721	6	3.313	onéreux
255	12	6.626	déprécier	722	6	3.313	optionnel
256	12	6.626	dérogation	723	6	3.313	origines
257	12	6.626	environnemental	724	6	3.313	oscille
258	12	6.626	fcpe	725	6	3.313	papers
259	12	6.626	gerer	726	6	3.313	parvenir
260	12	6.626	hedge	727	6	3.313	perceptible
261	12	6.626	homme	728	6	3.313	plafonné
262	12	6.626	indépendante	729	6	3.313	poursuit
263	12	6.626	jacentes	730	6	3.313	primiel
264	12	6.626	matrice	731	6	3.313	privilégiées
265	12	6.626	mutuelles	732	6	3.313	progrès
266	12	6.626	phases	733	6	3.313	proust
267	12	6.626	philippe	734	6	3.313	proviennne
268	12	6.626	pourraient	735	6	3.313	puts
269	12	6.626	retrouver	736	6	3.313	quadratique
270	12	6.626	réalise	737	6	3.313	regroupant
271	12	6.626	révisions	738	6	3.313	remet
272	12	6.626	structures	739	6	3.313	remplit

273	12	6.626	supra	740	6	3.313	restreinte
274	12	6.626	trends	741	6	3.313	rhône
275	12	6.626	vendôme	742	6	3.313	robespierre
276	121	6.591	organisés	743	6	3.313	réactive
277	100	6.577	sélectionnées	744	6	3.313	régulière
278	125	6.566	processus	745	6	3.313	réservées
279	136	6.317	particulièrement	746	6	3.313	rétrocession
280	21	6.304	divers	747	6	3.313	satisfaire
281	21	6.304	in	748	6	3.313	sauraient
282	21	6.304	observation	749	6	3.313	sl
283	21	6.304	vendre	750	6	3.313	soient
284	54	6.251	quai	751	6	3.313	sorti
285	49	6.212	conditionnelles	752	6	3.313	souhaité
286	430	6.197	euros	753	6	3.313	spécialistes
287	163	6.161	temporaire	754	6	3.313	spécifiquement
288	123	6.142	m	755	6	3.313	ssga
289	63	6.126	diversification	756	6	3.313	stoxxe
290	33	6.101	reçoit	757	6	3.313	strict
291	11	6.074	aaaa	758	6	3.313	structuré
292	11	6.074	adressée	759	6	3.313	subiront
293	11	6.074	difficulté	760	6	3.313	suffisante
294	11	6.074	douze	761	6	3.313	sus
295	11	6.074	enregistrée	762	6	3.313	tarneaud
296	11	6.074	ernst	763	6	3.313	tion
297	11	6.074	federis	764	6	3.313	tolérable
298	11	6.074	inconnue	765	6	3.313	usuels
299	11	6.074	liquides	766	6	3.313	venir
300	11	6.074	mm	767	6	3.313	voisine
301	11	6.074	nr	768	6	3.313	webmaster
302	11	6.074	négativement	769	6	3.313	year
303	11	6.074	officiellement	770	6	3.313	écologiquement
304	11	6.074	pertinente	771	6	3.313	économiquement
305	11	6.074	pratique	772	6	3.313	éloignement
306	11	6.074	péripôle	773	6	3.313	équitable
307	11	6.074	quota	774	6	3.313	évoqués
308	11	6.074	récioproquement	775	30	3.310	neant
309	11	6.074	souscrits	776	25	3.268	extraordinaire
310	11	6.074	val	777	25	3.268	représentés
311	11	6.074	valorise	778	39	3.257	limiter
312	11	6.074	wmr	779	39	3.257	somme
313	11	6.074	young	780	134	3.243	pouvoirs
314	27	6.041	gouvernement	781	200	3.240	entreprises
315	106	6.022	administrateurs	782	425	3.239	note
316	20	5.847	contribués	783	14	3.226	execution
317	20	5.847	créée	784	14	3.226	génère
318	20	5.847	includ	785	14	3.226	proposer

319	20	5.847	présentes	786	14	3.226	qualifiées
320	20	5.847	rigoureuse	787	14	3.226	substitution
321	84	5.813	description	788	88	3.196	légaux
322	105	5.801	entraîner	789	43	3.154	généraux
323	153	5.766	com	790	122	3.129	partage
324	585	5.761	dérivés	791	34	3.122	août
325	32	5.725	bénéficiaire	792	34	3.122	tableau
326	851	5.715	investisseur	793	103	3.119	mouvements
327	92	5.693	intermédiaire	794	29	3.012	contraintes
328	26	5.634	comptant	795	29	3.012	pondérations
329	26	5.634	résulte	796	29	3.012	vice
330	70	5.576	données	797	2070	2.998	peut
331	42	5.555	baissent	798	55	2.996	eux
332	10	5.522	afférant	799	269	2.986	p
333	10	5.522	analysées	800	59	2.974	organismes
334	10	5.522	appartiennent	801	19	2.970	convocation
335	10	5.522	choisis	802	19	2.970	meilleurs
336	10	5.522	coefficients	803	19	2.970	monde
337	10	5.522	constant	804	19	2.970	procès
338	10	5.522	cycle	805	244	2.958	total
339	10	5.522	cédés	806	24	2.947	index
340	10	5.522	discrétionnaires	807	24	2.947	portefeuilles
341	10	5.522	disposant	808	24	2.947	renouvellement
342	10	5.522	dollars	809	24	2.947	revanche
343	10	5.522	encadre	810	154	2.938	éventuels
344	10	5.522	encours	811	300	2.929	général
345	10	5.522	ethiques	812	42	2.907	filtre
346	10	5.522	exprimées	813	42	2.907	ouverture
347	10	5.522	fidus	814	42	2.907	visé
348	10	5.522	first	815	90	2.869	sujet
349	10	5.522	fructifonds	816	204	2.864	utilisés
350	10	5.522	futur	817	46	2.846	alors
351	10	5.522	gbp	818	46	2.846	restant
352	10	5.522	indépendance	819	13	2.817	alliant
353	10	5.522	jj	820	13	2.817	lieux
354	10	5.522	mutuel	821	13	2.817	liquide
355	10	5.522	na	822	13	2.817	manque
356	10	5.522	offerts	823	13	2.817	optimales
357	10	5.522	parce	824	13	2.817	permettront
358	10	5.522	parfois	825	13	2.817	pertes
359	10	5.522	philosophie	826	13	2.817	recherchée
360	10	5.522	proxinvest	827	74	2.784	particulières
361	10	5.522	préservation	828	58	2.766	amundi
362	10	5.522	référentiel	829	5	2.761	aboutit
363	10	5.522	réplication	830	5	2.761	abrogé
364	10	5.522	sélectionnant	831	5	2.761	actes

365	10	5.522	transposant	832	5	2.761	adaptation
366	10	5.522	u	833	5	2.761	affichent
367	10	5.522	us	834	5	2.761	allée
368	10	5.522	veuillez	835	5	2.761	apparente
369	19	5.395	acheter	836	5	2.761	appels
370	107	5.350	epargne	837	5	2.761	apporteurs
371	60	5.289	décimalisation	838	5	2.761	aqua
372	13974	5.268	à	839	5	2.761	attractivité
373	36	5.247	nord	840	5	2.761	brest
374	25	5.233	initial	841	5	2.761	bt
375	25	5.233	rapports	842	5	2.761	ca
376	41	5.230	reçues	843	5	2.761	capitalisa
377	150	5.226	univers	844	5	2.761	cherche
378	188	5.176	msci	845	5	2.761	commerciaux
379	55	5.163	optimisation	846	5	2.761	compagnie
380	102	5.156	coupons	847	5	2.761	complexes
381	77	5.156	emu	848	5	2.761	contradictions
382	214	5.129	millièmes	849	5	2.761	contribuant
383	114	5.129	tenant	850	5	2.761	coquereau
384	50	5.053	austerlitz	851	5	2.761	covea
385	206	5.051	choix	852	5	2.761	créer
386	85	5.050	permet	853	5	2.761	cvg
387	525	5.042	zone	854	5	2.761	dedouit
388	30	4.991	certaines	855	5	2.761	delarivière
389	30	4.991	délibérations	856	5	2.761	double
390	30	4.991	henri	857	5	2.761	débiteur
391	72	4.983	interventions	858	5	2.761	débute
392	9	4.970	advisors	859	5	2.761	ecp
393	9	4.970	agipi	860	5	2.761	eec
394	9	4.970	agrées	861	5	2.761	entraîner
395	9	4.970	approuvé	862	5	2.761	essentielle
396	9	4.970	apprécient	863	5	2.761	exécuté
397	9	4.970	appuyer	864	5	2.761	fayette
398	9	4.970	ascendante	865	5	2.761	fonde
399	9	4.970	aspi	866	5	2.761	forwards
400	9	4.970	assurances	867	5	2.761	graphiques
401	9	4.970	axa	868	5	2.761	habilité
402	9	4.970	capitalisati	869	5	2.761	halbis
403	9	4.970	climat	870	5	2.761	ideam
404	9	4.970	collectées	871	5	2.761	indivisibilité
405	9	4.970	comparables	872	5	2.761	initier
406	9	4.970	conduisant	873	5	2.761	insuffisances
407	9	4.970	covéa	874	5	2.761	italien
408	9	4.970	don	875	5	2.761	kerhuon
409	9	4.970	down	876	5	2.761	kléber
410	9	4.970	défensive	877	5	2.761	lefoullon

411	9	4.970	eiris	878	5	2.761	lichou
412	9	4.970	empêché	879	5	2.761	louis
413	9	4.970	error	880	5	2.761	matières
414	9	4.970	eurozone	881	5	2.761	mutavie
415	9	4.970	galienne	882	5	2.761	médias
416	9	4.970	italie	883	5	2.761	niort
417	9	4.970	james	884	5	2.761	observée
418	9	4.970	lbpam	885	5	2.761	ong
419	9	4.970	marquée	886	5	2.761	opte
420	9	4.970	multiaction	887	5	2.761	opérée
421	9	4.970	norvège	888	5	2.761	ouvrable
422	9	4.970	observer	889	5	2.761	participe
423	9	4.970	offensif	890	5	2.761	paulet
424	9	4.970	olivier	891	5	2.761	plaza
425	9	4.970	pace	892	5	2.761	pluriannuels
426	9	4.970	paniers	893	5	2.761	pondérées
427	9	4.970	prédéfinie	894	5	2.761	ponthieu
428	9	4.970	raymond	895	5	2.761	proportionnellement
429	9	4.970	remettant	896	5	2.761	proposé
430	9	4.970	renouvelables	897	5	2.761	provient
431	9	4.970	research	898	5	2.761	releqcq
432	9	4.970	réactivité	899	5	2.761	renforcer
433	9	4.970	seconde	900	5	2.761	représentée
434	9	4.970	serveur	901	5	2.761	risqués
435	9	4.970	slf	902	5	2.761	rjami
436	9	4.970	soucieux	903	5	2.761	réinvesti
437	9	4.970	substituer	904	5	2.761	solutions
438	9	4.970	système	905	5	2.761	souscriptio
439	9	4.970	top	906	5	2.761	strictement
440	9	4.970	tracking	907	5	2.761	suppléant
441	9	4.970	victoire	908	5	2.761	sutp
442	45	4.965	ouvert	909	5	2.761	tat
443	279	4.953	agit	910	5	2.761	thématique
444	18	4.948	dollar	911	5	2.761	traduits
445	18	4.948	opère	912	5	2.761	xx
446	18	4.948	présentent	913	5	2.761	ybry
447	18	4.948	répondent	914	5	2.761	échelonnent
448	18	4.948	étape	915	5	2.761	échéances
449	14793	4.938	l	916	5	2.761	égalité
450	40	4.911	décider	917	37	2.739	pratiques
451	35	4.908	géographiques	918	28	2.723	exposés
452	54	4.885	obligataire	919	145	2.716	induit
453	537	4.861	jusqu	920	206	2.689	possibilité
454	24	4.838	opportunité	921	41	2.666	ordinaire
455	24	4.838	retraite	922	18	2.623	bottom
456	223	4.820	futures	923	18	2.623	capitalisé

<b>457</b>	88	4.793	h	924	18	2.623	certaine
<b>458</b>	49	4.765	financières	925	18	2.623	estimation
<b>459</b>	58	4.753	éligibilité	926	18	2.623	habilité
<b>460</b>	96	4.752	direction	927	18	2.623	nommé
<b>461</b>	29	4.632	luxembourg	928	18	2.623	production
<b>462</b>	29	4.632	meilleure	929	18	2.623	puisse
<b>463</b>	29	4.632	mesuré	930	18	2.623	réunions
<b>464</b>	188	4.599	mais	931	18	2.623	up
<b>465</b>	188	4.599	perçue	932	73	2.603	exclusion
<b>466</b>	34	4.575	important	933	251	2.594	analyse
<b>467</b>	730	4.562	mouvement	934	53	2.571	effectuent

## Annexe 3 : Liste complète de lemmes

Rang	Fréquence	Lemme	Mots du lemme
1	13173	être	es 1 est 4954 sera 456 seraient 1 serait 5 seront 203 soient 6 soit 676 sont 3989 était 9 étant 186 été 610 êtes 1 être 2076
2	6166	opcv	
3	5744	gestion	gestion 5739 gestions 5
4	4133	pouvoir	peut 2070 peuvent 1027 pourra 547 pourraient 12 pourrait 34 pourrez 1 pourrons 2 pourront 181 pouvait 4 pouvez 11 pouvoir 77 pouvoirs 134 puis 15 puisse 18
5	4130	action	action 486 actions 3644
6	4113	valeur	valeur 2871 valeurs 1242
7	4052	frais	frais 4052
8	3963	part	parts 3963
9	3518	fonds	fonds 3518
10	3251	titre	titre 699 titres 2552
11	3234	commission	commission 1548 commissions 1686
12	3058	avoir	a 2161 aient 25 auraient 2 auront 16 avait 1 avoir 171 avoires 120 ayant 216 eu 3 ont 343
13	2990	actif	actif 2020 actifs 970
14	2551	marché	marché 880 marchés 1671
15	2547	souscription	souscription 1883 souscriptions 664
16	2524	investissement	investissement 2040 investissements 484
17	2446	fcp	
18	2404	risque	risque 1730 risques 674
19	2148	liquidatif	liquidative 2128 liquidatives 20
20	2040	rachat	rachat 1457 rachats 583
21	1778	financier	financier 345 financiers 1433
22	1675	tout	tous 872 tout 487 toutes 316
23	1646	cas	cas 1646
24	1573	compte	compte 762 comptes 811
25	1565	autre	autre 510 autres 1055
26	1489	instrument	instrument 69 instruments 1420
27	1406	porteur	porteur 523 porteurs 883
28	1391	opération	opération 239 opérations 1152
29	1379	jour	jour 956 jours 423
30	1376	taux	taux 1376
31	1269	article	article 1245 articles 24
32	1251	droit	droit 881 droits 370
33	1198	portefeuille	portefeuille 1174 portefeuilles 24
34	1189	chaque	chacun 49 chacune 46 chaque 1094
35	1184	investisseur	investisseur 851 investisseurs 333
36	1170	transaction	transaction 643 transactions 527
37	1157	euro	
38	1148	facturé	facturé 86 facturée 66 facturées 230 facturés 766
39	1111	performance	performance 802 performances 309
40	1080	dépositaire	dépositaire 1080
41	1069	exercice	exercice 1007 exercices 62

42	996	cours	cours 996
43	992	net	net 888 nets 104
44	987	acquis	acquis 45 acquise 599 acquises 343
45	983	an	an 186 année 233 années 34 ans 530
46	974	montant	montant 956 montants 18
47	972	indice	indice 725 indices 247
48	925	fonctionnement	fonctionnement 925
49	915	prospectus	prospectus 915
50	885	néant	néant 885
51	864	information	information 231 informations 633
52	864	paris	
53	862	nombre	nombre 862
54	833	mouvement	mouvement 730 mouvements 103
55	833	revenu	revenu 170 revenus 663
56	824	objectif	objectif 588 objectifs 213 objectives 23
57	822	terme	terme 804 termes 18
58	808	durée	durée 807 durées 1
59	791	maximum	maximum 790 maximums 1
60	778	lié	lié 101 liée 78 liées 116 liés 483
61	756	sicav	
62	740	dernier	dernier 586 derniers 154
63	730	selon	
64	729	date	date 707 dates 22
65	727	capitalisation	capitalisation 473 capitalisations 254
66	719	investir	investir 498 investira 8 investis 96 investisse 2 investissent 62 investit 53
67	711	bourse	bourse 695 bourses 16
68	707	français	français 527 française 35 françaises 145
69	692	rapport	rapport 667 rapports 25
70	684	référence	référence 677 références 7
71	679	condition	condition 69 conditions 610
72	672	entrer	entre 663 entrent 5 entrer 3 entres 1
73	669	souscripteur	souscripteur 76 souscripteurs 593
74	668	cession	cession 418 cessions 250
75	653	placement	placement 537 placements 116
76	650	france	
77	638	calcul	calcul 602 calculs 36
78	625	conseil	conseil 615 conseils 10
79	613	règle	règle 22 règles 591
80	608	partie	partie 586 parties 22
81	600	minimum	minima 12 minimum 588
82	593	créance	créance 303 créances 290
83	589	dérivé	dérivé 4 dérivés 585
84	589	sous	sous 589
85	583	évaluation	évaluation 502 évaluations 81
86	580	devise	devise 341 devises 239
87	573	exposition	exposition 569 expositions 4

88	571	contrat	contrat 183 contrats 388
89	571	demande	demande 375 demandes 196
90	570	acquisition	acquisition 365 acquisitions 205
91	570	capital	capital 565 capitaux 5
92	558	faire	faire 270 fassent 23 fera 34 ferait 5 feront 6 font 220
93	558	zone	zone 525 zones 33
94	556	obligation	obligation 13 obligations 543
95	555	fonction	fonction 353 fonctions 202
96	554	social	social 363 sociale 114 sociales 13 sociaux 64
97	552	base	base 542 bases 10
98	548	société	sociétés 548
99	547	surperformance	
100	544	auprès	
101	542	disposition	disposition 117 dispositions 425
102	541	temporaire	temporaire 163 temporaires 378
103	537	commissaire	commissaire 528 commissaires 9
104	537	jusqu	
105	530	ttc	
106	527	limite	limite 464 limites 63
107	524	mois	mois 524
108	513	lors	
109	511	critère	critère 40 critères 471
110	509	code	code 497 codes 12
111	509	monétaire	monétaire 374 monétaires 135
112	508	autorité	autorité 499 autorités 9
113	507	document	document 51 documents 456
114	506	modalité	modalité 18 modalités 488
115	505	ainsi	
116	503	échéant	échéant 503
117	499	ordre	ordre 205 ordres 294
118	497	suivant	suivant 326 suivants 171
119	496	fiscal	fiscal 299 fiscale 133 fiscales 63 fiscaux 1
120	495	administration	administration 495
121	493	prix	prix 493
122	481	crédit	crédit 478 crédits 3
123	480	notamment	
124	471	nature	nature 457 natures 14
125	470	clôture	clôture 470
126	465	b	
127	464	compartiment	compartiment 385 compartiments 79
128	464	coût	coût 242 coûts 222
129	463	liquidation	liquidation 463
130	461	change	change 450 changes 11
131	460	relatif	relatif 82 relatifs 150 relative 17 relatives 211
132	452	intérêt	intérêt 208 intérêts 244
133	448	directement	

134	448	stratégie	stratégie 368 stratégies 80
135	443	fait	fait 320 faite 107 faites 15 faits 1
136	437	générale	générale 282 générales 155
137	436	note	note 425 notes 11
138	433	investi	
139	432	distribution	distribution 420 distributions 12
140	430	euros	
141	428	également	
142	427	prévu	prévu 25 prévue 185 prévues 157 prévus 60
143	423	annuel	annuel 139 annuelle 56 annuelles 40 annuels 188
144	423	doit	doit 423
145	420	simplifié	simplifié 404 simplifiée 13 simplifiées 3
146	416	dissolution	dissolution 416
147	412	fixé	fixé 137 fixée 54 fixées 133 fixés 88
148	411	décision	décision 252 décisions 159
149	408	produit	produit 122 produits 286
150	401	commun	commun 307 communs 94
151	401	dépôt	dépôt 114 dépôts 287
152	399	hors	
153	393	compris	compris 301 comprise 36 comprises 56
154	388	financière	financière 339 financières 49
155	388	résultat	résultat 263 résultats 125
156	379	durable	durable 377 durables 2
157	368	comptable	comptable 326 comptables 42
158	365	baisse	baisse 358 baisses 7
159	364	délai	délai 356 délais 8
160	363	catégorie	catégorie 189 catégories 174
161	363	objet	objet 361 objets 2
162	363	sélection	sélection 363
163	361	entreprise	entreprise 161 entreprises 200
164	358	indicateur	indicateur 354 indicateurs 4
165	358	émetteur	émetteur 252 émetteurs 105 émettrices 1
166	357	complet	complet 355 complète 2
167	353	caractéristique	caractéristiques 353
168	353	européenne	européenne 247 européennes 106
169	353	pays	pays 353
170	352	certain	certain 17 certaine 18 certaines 30 certains 287
171	351	disponible	disponible 164 disponibles 187
172	351	détaillé	détaillé 1 détaillée 344 détaillés 6
173	351	gérant	gérant 320 gérants 31
174	345	exception	exception 337 exceptions 8
175	343	général	général 300 généraux 43
176	341	cadre	cadre 338 cadres 3
177	341	exposé	exposé 294 exposée 19 exposés 28
178	341	méthode	méthode 286 méthodes 55
179	338	calculé	calculé 120 calculée 186 calculées 11 calculés 21

<b>180</b>	337	emprunt	emprunt 79 emprunts 258
<b>181</b>	332	différent	différent 7 différente 25 différentes 167 différents 133
<b>182</b>	332	forme	forme 331 formes 1
<b>183</b>	329	évalués	
<b>184</b>	328	pension	pension 275 pensions 53
<b>185</b>	328	siège	siège 323 sièges 5
<b>186</b>	327	règlement	règlement 309 règlements 18
<b>187</b>	327	sauf	sauf 327
<b>188</b>	326	prendre	prend 73 prendra 4 prendre 229 prennent 20
<b>189</b>	326	type	type 230 types 96
<b>190</b>	325	accord	accord 323 accords 2
<b>191</b>	325	asset	
<b>192</b>	325	profil	profil 325
<b>193</b>	322	charge	charge 291 charges 31
<b>194</b>	321	achat	achat 233 achats 88
<b>195</b>	321	situation	situation 249 situations 72
<b>196</b>	320	management	management 320
<b>197</b>	319	recommandé	recommandé 123 recommandée 196
<b>198</b>	318	développement	développement 314 développements 4
<b>199</b>	318	millième	millième 104 millièmes 214
<b>200</b>	316	gré	gré 316
<b>201</b>	316	étranger	étranger 185 étrangers 131
<b>202</b>	310	maître	maître 309 maîtres 1
<b>203</b>	309	applicable	applicable 118 applicables 191
<b>204</b>	303	moins	
<b>205</b>	299	vote	vote 299
<b>206</b>	298	agir	agir 10 agira 8 agisse 1 agit 279
<b>207</b>	298	prise	prise 131 prises 167
<b>208</b>	296	amf	
<b>209</b>	296	somme	somme 39 sommes 257
<b>210</b>	295	barème	barème 295
<b>211</b>	293	assiette	assiette 293
<b>212</b>	293	banque	banque 232 banques 61
<b>213</b>	292	assurer	assura 1 assure 144 assurer 95 assurera 52
<b>214</b>	292	inclure	incluent 250 inclura 6 inclure 16 inclut 20
<b>215</b>	291	lieu	lieu 278 lieux 13
<b>216</b>	291	établissement	établissement 231 établissements 60
<b>217</b>	289	ensemble	ensemble 289
<b>218</b>	289	etc	
<b>219</b>	286	www	
<b>220</b>	283	fusion	fusion 283
<b>221</b>	282	effet	effet 247 effets 35
<b>222</b>	281	personne	personne 106 personnes 175
<b>223</b>	280	adresse	adresse 273 adresses 7
<b>224</b>	280	éligible	éligible 94 éligibles 186
<b>225</b>	279	site	site 262 sites 17

<b>226</b>	278	supérieure	supérieure 265 supérieures 13
<b>227</b>	278	total	total 244 totale 34
<b>228</b>	276	engagement	engagement 189 engagements 87
<b>229</b>	274	membre	membre 154 membres 120
<b>230</b>	273	régime	régime 249 régimes 24
<b>231</b>	272	assemblée	assemblée 194 assemblées 78
<b>232</b>	272	clos	clos 272
<b>233</b>	269	celles	
<b>234</b>	269	p	
<b>235</b>	267	sélectionné	sélectionné 3 sélectionnée 1 sélectionnées 100 sélectionnés 163
<b>236</b>	266	défini	défini 69 définie 75 définies 95 définis 27
<b>237</b>	266	soumis	soumis 178 soumise 24 soumises 64
<b>238</b>	265	dividende	dividende 43 dividendes 222
<b>239</b>	265	ratio	ratio 180 ratios 85
<b>240</b>	264	affectation	affectation 264
<b>241</b>	263	analyse	analyse 251 analyses 12
<b>242</b>	263	cible	cible 196 cibles 67
<b>243</b>	263	nourricier	nourricier 210 nourriciers 53
<b>244</b>	262	impôt	impôt 78 impôts 184
<b>245</b>	262	particulier	particulier 82 particuliers 13 particulière 93 particulières 74
<b>246</b>	260	rue	rue 260
<b>247</b>	259	commercialisateur	
<b>248</b>	259	détention	détention 259
<b>249</b>	257	européen	européen 109 européens 148
<b>250</b>	256	acheteur	acheteur 256
<b>251</b>	256	espèce	espèce 7 espèces 249
<b>252</b>	255	évolution	évolution 138 évolutions 117
<b>253</b>	254	deux	
<b>254</b>	253	libellé	libellé 169 libellés 84
<b>255</b>	253	liquidité	liquidité 88 liquidités 165
<b>256</b>	253	place	place 230 places 23
<b>257</b>	253	service	service 69 services 184
<b>258</b>	250	procéder	procède 126 procéder 122 procédera 2
<b>259</b>	248	rémunération	rémunération 221 rémunérations 27
<b>260</b>	247	émettre	émet 31 émettre 19 émis 197
<b>261</b>	246	assimilé	assimilé 36 assimilée 79 assimilées 35 assimilés 96
<b>262</b>	246	option	option 29 options 217
<b>263</b>	246	échange	échange 228 échanges 18
<b>264</b>	245	afin	
<b>265</b>	244	exposer	expose 30 exposent 10 exposer 200 exposera 4
<b>266</b>	244	partir	partir 244
<b>267</b>	243	attaché	attaché 94 attachés 149
<b>268</b>	243	informe	informe 243
<b>269</b>	243	trésorerie	trésorerie 243
<b>270</b>	241	nécessaire	nécessaire 124 nécessaires 117
<b>271</b>	241	émission	émission 186 émissions 55

<b>272</b>	240	intermédiaire	intermédiaire 92 intermédiaires 148
<b>273</b>	239	contrepartie	contrepartie 187 contreparties 52
<b>274</b>	239	pea	
<b>275</b>	239	éventuel	éventuel 12 éventuelle 32 éventuelles 41 éventuels 154
<b>276</b>	237	mise	mise 137 mises 100
<b>277</b>	236	secteur	secteur 106 secteurs 130
<b>278</b>	235	agréé	agréé 134 agréée 73 agréées 9 agréés 19
<b>279</b>	235	présent	présent 164 présente 15 présentes 20 présents 36
<b>280</b>	233	après	
<b>281</b>	233	fraction	fraction 79 fractions 154
<b>282</b>	232	future	future 9 futures 223
<b>283</b>	232	minimal	minimal 58 minimale 173 minimaux 1
<b>284</b>	231	dès	
<b>285</b>	230	inférieur	inférieur 180 inférieurs 50
<b>286</b>	230	toutefois	
<b>287</b>	228	qualité	qualité 219 qualités 9
<b>288</b>	226	effectuer	effectue 108 effectuent 53 effectuer 59 effectuera 6
<b>289</b>	222	isr	
<b>290</b>	222	principalement	
<b>291</b>	222	remboursement	remboursement 211 remboursements 11
<b>292</b>	221	e	
<b>293</b>	221	meuble	meubles 2 mobilière 2 mobilières 217
<b>294</b>	221	publication	publication 218 publications 3
<b>295</b>	220	cedex	
<b>296</b>	220	devoir	devait 1 devez 16 devoir 2 devra 13 devrait 6 doivent 182
<b>297</b>	220	possibilité	possibilité 206 possibilités 14
<b>298</b>	219	application	application 219
<b>299</b>	219	ceux	
<b>300</b>	215	moyen	moyen 196 moyens 19
<b>301</b>	215	venir	venait 5 venir 6 viendront 2 viennent 197 vient 5
<b>302</b>	214	actionnaire	actionnaire 52 actionnaires 162
<b>303</b>	214	commercial	commercial 169 commerciale 22 commerciales 18 commerciaux 5
<b>304</b>	214	égale	égale 130 égales 84
<b>305</b>	213	comme	
<b>306</b>	213	responsable	responsable 169 responsables 44
<b>307</b>	212	dessus	dessus 212
<b>308</b>	212	isin	
<b>309</b>	211	réglementation	réglementation 210 réglementations 1
<b>310</b>	210	courtage	courtage 198 courtages 12
<b>311</b>	210	création	création 210
<b>312</b>	209	apport	apport 165 apports 44
<b>313</b>	209	baisser	baissent 42 baisser 143 baissera 24
<b>314</b>	209	lorsque	
<b>315</b>	207	déterminer	détermine 94 déterminent 3 déterminer 108 déterminera 2
<b>316</b>	207	vie	vie 207
<b>317</b>	206	choix	choix 206

318	206	groupe	groupe 185 groupes 21
319	205	toute	
320	204	bon	bon 21 bons 183
321	204	concernés	
322	204	intermédiation	
323	204	utilisés	
324	204	valorisation	valorisation 203 valorisations 1
325	203	heure	heure 80 heures 123
326	203	établir	établir 7 établit 196
327	202	supporter	supporte 71 supporter 126 supporteront 4 supportes 1
328	201	diminuer	diminuer 201
329	200	communauté	communauté 200
330	200	concernant	
331	199	conseiller	conseiller 107 conseillers 24 conseillons 68
332	199	économique	économique 148 économiques 51
333	198	gérer	gère 111 gérer 86 gèrera 1
334	198	négociation	négociation 191 négociations 7
335	197	décembre	décembre 197
336	196	comptabilisation	comptabilisation 196
337	196	conforme	conforme 69 conformes 127
338	196	périodique	périodique 68 périodiques 128
339	194	rémunérer	rémunère 3 rémunèrent 173 rémunérer 18
340	194	utilisation	utilisation 194
341	193	dépendre	dépend 164 dépendent 17 dépendra 12
342	193	servir	sert 10 servent 136 servir 47
343	192	contrôle	contrôle 117 contrôles 75
344	192	moment	moment 192
345	192	représenter	représente 60 représentent 72 représenter 53 représentera 6 représenteront 1
346	192	scission	scission 192
347	191	avant	avant 191
348	191	inférieure	inférieure 178 inférieures 13
349	190	recouvrir	recouvre 3 recouvrent 187
350	189	nouvelle	nouvelle 66 nouvelles 123
351	188	msci	
352	188	perçue	
353	187	caceis	
354	184	connaître	connaissent 2 connaître 77 connaîtront 105
355	183	values	
356	182	aucune	
357	182	personnel	personnel 78 personnelle 104
358	182	proportionnel	proportionnel 99 proportionnelle 80 proportionnelles 2 proportionnels 1
359	182	réglementés	
360	181	aucun	
361	181	circonstance	circonstance 8 circonstances 173
362	180	conformément	
363	180	dépassé	dépassé 179 dépassée 1

364	180	férié	férié 66 fériée 3 fériés 111
365	180	loi	loi 177 lois 3
366	180	prêt	prêt 47 prêts 133
367	180	vente	vente 78 ventes 102
368	179	directeur	directeur 147 directeurs 32
369	179	plusieurs	
370	177	classification	classification 164 classifications 13
371	176	diminué	diminué 154 diminuée 21 diminuées 1
372	176	limité	limité 46 limitée 57 limitées 50 limités 23
373	175	accessoire	accessoire 161 accessoires 14
374	175	émises	
375	174	administrateur	administrateur 68 administrateurs 106
376	174	simple	simple 165 simples 9
377	173	bénéficiaire	bénéficie 44 bénéficiant 16 bénéficiaire 107 bénéficiera 3 bénéficieront 3
378	172	pendant	pendant 172
379	171	augmenter	augmentent 2 augmenter 169
380	171	liste	liste 170 listes 1
381	171	négociable	négociable 5 négociables 166
382	171	tenir	tenir 104 tiendra 1 tiennent 3 tient 63
383	170	dispos	dispose 170
384	170	notation	notation 153 notations 17
385	170	procédure	procédure 161 procédures 9
386	169	coté	coté 16 cotée 2 cotées 82 cotés 69
387	169	eur	
388	168	activité	activité 137 activités 31
389	168	directive	directive 166 directives 2
390	167	discrétionnaire	discrétionnaire 157 discrétionnaires 10
391	167	environnement	environnement 167
392	167	prorogation	prorogation 167
393	167	responsabilité	responsabilité 159 responsabilités 8
394	167	évaluées	
395	166	couverture	couverture 166
396	165	intégralement	
397	165	moyenne	moyenne 68 moyennes 97
398	165	réalisées	
399	164	long	long 164
400	164	niveau	niveau 148 niveaux 16
401	164	organisme	organisme 105 organismes 59
402	163	effectivement	
403	162	effectuées	
404	162	intervenir	intervenir 127 interviendra 7 interviennent 13 intervient 15
405	162	réinvestir	réinvestis 161 réinvestissent 1
406	160	agence	agence 48 agences 112
407	160	etat	
408	160	incluant	
409	160	permettre	permet 85 permettent 41 permettra 2 permettre 19 permettront 13

410	159	fois	fois 159
411	159	petite	petite 22 petites 137
412	158	exercer	exerce 16 exercer 135 exercera 7
413	158	numéraire	numéraire 158
414	158	patrimoine	patrimoine 158
415	157	travail	travail 146 travaux 11
416	156	créé	
417	156	passif	passif 151 passifs 1 passive 4
418	156	président	président 153 présidents 3
419	155	fortement	
420	154	coupon	coupon 52 coupons 102
421	153	com	
422	153	désigné	
423	153	majoré	
424	153	rétrocession	rétrocession 6 rétrocessions 147
425	152	bank	
426	152	pouvant	
427	152	représentatif	représentatif 82 représentatifs 7 représentative 40 représentatives 23
428	152	solde	solde 152
429	151	première	première 145 premières 6
430	150	revenir	reviennent 134 revient 16
431	150	univers	univers 150
432	149	induit	induit 145 induite 3 induits 1
433	147	commercialisateurs	
434	147	entité	entité 132 entités 15
435	147	oui	
436	146	besoin	besoin 17 besoins 129
437	146	effectués	
438	146	tiers	tiers 146
439	145	complémentaire	complémentaire 26 complémentaires 119
440	145	intégrant	intégrant 136 intégrante 7 intégrants 2
441	145	raison	raison 145
442	145	spécifique	spécifique 40 spécifiques 105
443	144	constituer	constitue 20 constituant 96 constituer 28
444	144	convertible	convertibles 144
445	144	réserve	réserve 143 réserves 1
446	144	tenue	tenue 143 tenues 1
447	143	copropriété	copropriété 143
448	143	représenté	
449	143	semaine	semaine 140 semaines 3
450	143	suivante	suivante 67 suivantes 76
451	142	période	période 135 périodes 7
452	142	totalité	totalité 142
453	141	conditionnel	conditionnel 15 conditionnelle 1 conditionnelles 49 conditionnels 76
454	141	détenir	détenir 127 détiendra 3 détiennent 7 détient 4
455	141	prélevés	

456	141	reporter	reporter 141
457	141	socialement	
458	140	europe	
459	140	seule	seule 99 seules 41
460	140	suivi	suivi 108 suivie 28 suivies 2 suivis 2
461	139	effectué	
462	139	juridique	juridique 136 juridiques 3
463	139	vigueur	vigueur 139
464	138	origine	origine 132 origines 6
465	138	ouvré	ouvré 119 ouvrée 10 ouvrés 9
466	138	position	position 31 positions 107
467	138	trois	
468	137	distribuable	distribuable 1 distribuables 136
469	137	dénomination	dénomination 137
470	136	particulièrement	
471	136	postal	postale 136
472	135	adressés	
473	134	prélèvement	prélèvement 124 prélèvements 10
474	134	écrite	
475	133	conservation	conservation 133
476	133	fixe	fixe 106 fixes 27
477	133	précision	précision 106 précisions 27
478	133	uniquement	
479	132	négociées	
480	132	o	
481	132	stoxx	
482	132	susceptible	susceptible 43 susceptibles 89
483	132	swaps	
484	131	dernière	dernière 118 dernières 13
485	131	jacent	jacent 66 jacente 1 jacentes 12 jacents 52
486	130	boursier	boursier 11 boursiers 18 boursière 59 boursières 42
487	130	contre	contre 130
488	130	garantie	garantie 101 garanties 29
489	130	où	
490	130	physique	physique 33 physiques 97
491	129	attention	attention 129
492	129	exceptionnel	exceptionnel 8 exceptionnelle 8 exceptionnelles 113
493	129	politique	politique 118 politiques 11
494	128	composition	composition 128
495	128	expiration	expiration 128
496	128	initiale	initiale 128
497	128	rabais	rabais 128
498	127	ajouter	ajoutent 8 ajouter 119
499	127	boulevard	boulevard 127
500	127	déduction	déduction 127

## Annexe 4 : Synthèse de données quantitatives

ISIN	# agences d'info extra-financière employées par la SGP	Proportion de l'ISR (sur le total des encours de la SGP)	Actif Immobilisé de la SGP (par rapport à moyenne)	Nature juridique du fonds (FCP = 0, SICAV = 1)	Fonds éligible au PEA (Non = 0, Oui = 1)	Frais de gestion (Max)	age fonds * # gérants	Ratio d'information
FR0000984346	7	5,70%	0,37%	0	1	1,00%	27,00	1,76
FR0007046073	7	5,70%	0,37%	0	1	1,20%	10,92	0,64
FR0010400093	2	13,30%	0,13%	0	0	2,39%	4,42	-0,3
FR0010429076	2	13,30%	0,13%	0	1	2,39%	4,27	1,23
FR0000975880	0	2,40%	6,95%	0	1	1,79%	9,92	1,64
FR0010116137	0	2,40%	6,95%	0	1	1,40%	3,87	-0,07
FR0000017329	0	2,40%	6,95%	1	1	1,79%	8,97	1,14
FR0010458745	3	3,20%	438,43%	1	1	1,10%	24,05	1,29
FR0000991432	3	3,20%	438,43%	0	1	1,10%	8,26	0,66
FR0010263491	3	3,20%	438,43%	0	1	0,60%	5,42	0,29
FR0010153320	3	3,20%	438,43%	0	0	1,50%	17,84	-0,1
FR0000991424	3	3,20%	438,43%	0	1	0,50%	8,26	0,34
FR0000989006	3	3,20%	438,43%	0	1	0,10%	8,60	1,25
FR0000985152	3	3,20%	438,43%	0	0	0,50%	31,48	-0,08
FR0000994816	3	3,20%	438,43%	0	0	0,50%	11,51	-0,18
FR0000982761	6	0,20%	39,74%	0	1	1,50%	29,69	1,77
FR0010468975	6	0,20%	39,74%	0	1	1,50%	3,91	1,12
FR0010600270	0	0,10%	0,00%	0	1	2,00%	3,04	-0,35
FR0010302398	4	4,00%	295,88%	0	1	1,50%	9,04	0,75
FR0010191627	5	0,10%	1,82%	0	1	1,80%	7,95	0,78
FR0000444366	1	0,50%	0,10%	0	1	2,00%	10,95	0,54
FR0010535625	1	0,11%	0,65%	0	1	1,90%	3,46	0,92
FR0000004970	3	0,90%	1,69%	1	1	2,00%	11,36	0,78
FR0010505578	0	20,40%	6,35%	0	1	2,00%	53,80	-0,02
FR0010588343	0	20,40%	6,35%	0	1	2,00%	12,49	0,52
FR0010502088	1	0,24%	1,08%	0	1	2,00%	9,70	0,45
FR0010502096	1	0,24%	1,08%	0	1	2,00%	9,73	0,89
FR0000442949	2	1,00%	0,04%	0	1	1,50%	11,08	-0,33
FR0007075304	2	1,00%	0,04%	0	1	2,00%	17,47	0,05
FR0007045950	4	1,10%	0,94%	0	1	1,00%	21,91	1,28
FR0010397588	1	1,00%	0,27%	0	1	3,00%	4,47	-0,84
FR0010013987	3	2,00%	63,93%	1	1	1,50%	9,52	0,73
FR0010086496	3	2,00%	63,93%	0	0	0,50%	6,94	0,66
FR0000437113	3	0,20%	0,00%	0	1	1,50%	15,42	0,57
FR0000008963	2	0,50%	10,32%	1	1	1,20%	9,57	1,4
FR0000003998	2	1,00%	86,99%	1	1	1,30%	10,00	1,46
FR0010383554	2	10,00%	0,04%	0	1	2,00%	4,46	0,32
FR0010332122	2	10,00%	0,04%	0	1	2,40%	4,86	-0,36
FR0010306225	2	10,00%	0,04%	0	1	1,50%	11,92	0,32

FR0000425308	2	10,00%	0,04%	0	1	2,00%	21,75	1,11
FR0007482591	2	10,00%	0,04%	0	0	0,20%	17,60	1,19
FR0000983819	6	59,00%	0,21%	0	1	1,08%	9,10	0,41
FR0000971160	6	59,00%	0,21%	0	1	1,08%	10,39	1,18
FR0000971186	6	59,00%	0,21%	0	1	0,72%	10,39	0,41
FR0000427452	6	59,00%	0,21%	0	1	1,80%	12,76	0,18
FR0010508333	6	59,00%	0,21%	0	0	1,00%	3,60	-0,2
FR0000970899	1	1,30%	0,00%	0	0	2,39%	10,44	-0,02
FR0000448987	1	1,30%	0,00%	0	1	2,39%	12,91	0,48
FR0010091116	4	1,30%	351,61%	0	1	1,50%	11,69	-0,19
FR0010521575	4	1,30%	351,61%	0	1	0,70%	3,55	0,21
FR0010032169	4	1,30%	351,61%	0	1	1,50%	22,21	0,33
FR0000976292	4	1,30%	351,61%	0	1	2,39%	25,60	-0,08
FR0000970873	4	1,30%	351,61%	0	1	1,79%	17,05	1,26
FR0000970840	4	1,30%	351,61%	0	1	1,75%	11,45	0,71
FR0010410274	4	1,30%	351,61%	0	1	1,00%	4,37	0,28
FR0010279034	2	6,00%	32,14%	0	0	0,70%	10,41	-0,03
FR0000981441	2	6,00%	32,14%	0	1	1,30%	28,42	1,1
FR0000990921	1	0,88%	0,10%	0	1	2,20%	24,65	1,41
FR0010312199	1	0,88%	0,10%	0	1	2,20%	19,47	1,23
FR0010458281	1	0,88%	0,10%	0	1	1,40%	8,09	0,47
FR0010559369	1	0,88%	0,10%	0	1	1,50%	6,52	-0,24
FR0010341800	1	0,88%	0,10%	0	1	1,50%	9,80	0,52
FR0007037130	4	100,00%	0,02%	0	1	2,39%	23,50	0,11
FR0010027094	4	100,00%	0,02%	1	1	0,84%	15,21	1,6
FR0007083357	1	1,60%	0,43%	0	1	0,10%	7,93	1,6
FR0010352161	1	0,02%	0,02%	0	1	1,00%	4,84	-0,1
FR0010500389	1	3,10%	0,32%	0	1	2,39%	7,46	0,23
FR0010515627	7	0,02%	259,60%	0	1	2,40%	3,56	1,02
FR0000444275	7	0,02%	259,60%	0	1	1,80%	11,00	0,82
FR0010168872	2	0,02%	0,22%	0	1	0,60%	12,52	0,99
FR0010596718	2	0,02%	0,22%	1	0	0,40%	12,50	2,66
FR0010099614	0	0,02%	2,04%	0	0	1,71%	17,81	-0,19

## Annexe 5 : Rapport détail de l'analyse quantitative

### RAPPORT DÉTAILLÉ

<i>Statistiques de la régression</i>	
Coefficient de détermination multiple	0,64966252
Coefficient de détermination R^2	0,42206139
Coefficient de détermination R^2	0,35884936
Erreur-type	0,52953407
Observations	72

### ANALYSE DE VARIANCE

	<i>Degré de liberté</i>	<i>Somme des carrés</i>	<i>Moyenne des carrés</i>	<i>F</i>	<i>Valeur critique de F</i>
Régression	7	13,1057448	1,87224926	6,6769151	6,1366E-06
Résidus	64	17,9460052	0,28040633		
Total	71	31,05175			

	<i>Coefficients</i>	<i>Erreur-type</i>	<i>Statistique t</i>	<i>Probabilité</i>	<i>Limite inférieure pour seuil de confiance = 95%</i>	<i>Limite supérieure pour seuil de confiance = 95%</i>	<i>Limite inférieure pour seuil de confiance = 99,0%</i>	<i>Limite supérieure pour seuil de confiance = 99,0%</i>
Constante	0,4165466	0,2494359	1,66995447	0,09981278	-0,08175889	0,91485208	-0,24566938	1,07876257
# agences d'info extra-financière employées par la SGP	0,09065374	0,03767276	2,40634696	0,01901072	0,01539374	0,16591374	-0,00936196	0,19066944
Proportion de l'ISR (sur le total des encours de la SGP)	-0,79021378	0,33807059	-2,33742246	0,02255707	-1,46558741	-0,11484015	-1,68774193	0,10731438
Actif Immobilisé de la SGP (par rapport à moyenne)	-0,12643312	0,04415326	-2,86350588	0,00565865	-0,21463939	-0,03822684	-0,24365359	-0,00921265
Nature juridique du fonds (FCP = 0, SICAV = 1)	0,81764016	0,20296657	4,02844737	0,00015152	0,41216782	1,22311249	0,27879347	1,35648684
Fonds éligible au PEA (Non = 0, Oui = 1)	0,43608654	0,18282158	2,38531219	0,02003614	0,07085846	0,80131463	-0,04927812	0,9214512
Frais de gestion (Max)	-34,8874074	10,7670391	-3,2402044	0,0018966	-56,3970404	-13,3777744	-63,4723276	-6,30248722
age fonds * # gérants	0,01565988	0,00738367	2,12087925	0,03781202	0,0009093	0,03041046	-0,0039427	0,03526246

## Table des Matières

Remerciements .....	5
Sommaire .....	7
INTRODUCTION.....	9
<b>PARTIE I PARTIE THEORIQUE : OBJET, THEORIE ET HYPOTHESES.....</b>	<b>17</b>
<b>Chapitre 1 : Objet de recherche.....</b>	<b>19</b>
Section 1.1 : Portrait de l'Investissement Socialement Responsable .....	21
1.1.1. Historique de l'ISR.....	21
1.1.1.1. Origines .....	21
1.1.1.2. Evolutions récentes .....	22
1.1.2. Actualité de l'ISR .....	25
1.1.2.1. Croissance du marché ISR européen.....	25
1.1.2.2. Divergences entre les marchés nationaux .....	34
1.1.2.3. Marché ISR Français .....	37
1.1.3. Débat autour de l'ISR .....	40
1.1.3.1. Justification d'une approche pluridisciplinaire .....	41
1.1.3.2. Arguments qui corroborent l'existence des liens ISR-RSE .....	42
1.1.3.3. Arguments qui désavouent l'existence des liens ISR-RSE.....	48
Section 1.2 : Manifestations divergentes de l'ISR.....	55
1.2.1. Divergences au niveau des définitions .....	56
1.2.2. Divergences au niveau des acteurs .....	61
1.2.3. Divergences au niveau du discours .....	63
1.2.4. Divergences au niveau de la mise en place .....	65
1.2.4.1. Différences au niveau screening .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
1.2.4.2. Différences au niveau des placements .....	66
1.2.4.3. Différences au niveau de notation extra-financière .....	66
1.2.4.4. Différences au niveau activisme et engagement .....	68
Section 1.3 : Performance erratique de l'ISR.....	75
1.3.1. Etudes ayant mesuré la performance .....	76
1.3.2. Interprétations identifiées .....	81
1.3.3. Interprétation privilégiée pour construire notre cadre théorique .....	85

1.3.3.1. La RSE en tant que complémentaire de l'ISR .....	85
1.3.3.2. Mise en place de la RSE.....	86
1.3.3.3. Transformer la RSE en avantage compétitif .....	90
<b>Chapitre 2 : Cadre théorique .....</b>	<b>95</b>
Section 2.1 : Portrait de la Resource Based View .....	97
2.1.1. Noyau théorique de la RBV.....	98
2.1.1.1. Naissance de la RBV.....	98
2.1.1.2. Définition d'une ressource stratégique selon la RBV .....	100
2.1.1.3. Apports théoriques de la RBV .....	103
2.1.1.4. Diversité des approches RBV .....	104
2.1.2. Autres approches RBV mobilisées .....	105
2.1.2.1. Compétence Based View .....	105
2.1.2.2. Knowledge Based View .....	109
2.1.2.3. Capacités dynamiques .....	116
Section 2.2 : Légitimité d'une approche stratégique .....	121
2.2.1. Stratégie et finance .....	121
2.2.2. Stratégie et RSE.....	124
Section 2.3 : Antécédents d'applications RBV pertinentes.....	127
2.3.1. Facteurs stratégiques liés au secteur d'activité.....	127
2.3.2. Particularités du secteur des services.....	131
2.3.3. Particularités du secteur des services financiers.....	134
2.3.4. Particularités de la filière boursière et des fonds d'investissement .....	138
2.3.5. La RBV confrontée aux particularités des services financiers .....	141
2.3.5.1. Recherches ayant appliqué la RBV au secteur financier.....	141
2.3.5.2. Recherches ayant appliqué la RBV à la RSE et/ou la gouvernance.....	147
<b>Chapitre 3 : Jeu d'hypothèses .....</b>	<b>157</b>
Section 3.1 : Identification des ressources stratégiques .....	159
Section 3.2 : Hypothèses liées à la nature de l'information extra-financière et ses conséquences.....	165
3.2.1. L'information extra-financière en tant que ressource spécifique .....	165
3.2.1.1. Contenu .....	166
3.2.1.2. Diffusion .....	169
3.2.2. L'information extra-financière en tant que source des compétences et processus spécifiques .....	172

3.2.2.1. Impact sur les compétences des analystes financiers buy-side .....	173
3.2.2.2. Impact sur les compétences des gérants des fonds.....	176
3.2.3. L'information extra-financière en tant que levier d'apprentissage	
organisationnel .....	181
3.2.3.1. Apprentissage via processus de sélection .....	181
3.2.3.2. Apprentissage via dialogue avec les entreprises .....	182
3.2.3.3. Apprentissage via mobilisation du réseau RSE .....	185
Section 3.3 : Hypothèses liées au fonctionnement des SGP .....	187
3.3.1. Distribution des ressources au sein des SGP .....	190
3.3.1.1. Le personnel en tant que ressource .....	190
3.3.1.2. Le partage des frais de recherche en tant que ressource .....	192
3.3.1.3. La subvention publicitaire en tant que ressource .....	193
3.3.2. La différenciation commerciale des SGP en tant que source de compétences	194
3.3.3. La gestion des fonds ISR en tant que levier d'apprentissage organisationnel	195
Section 3.4 : Synthèse des hypothèses .....	199
<b>PARTIE II PARTIE EMPIRIQUE : METHODE, RESULTATS ET DISCUSSION</b>	<b>209</b>
<b>Chapitre 4 : Légitimités épistémologique et méthodologique.....</b>	<b>213</b>
Section 4.1 : Positionnement et mise en route de la recherche .....	215
4.1.1. Positionnement épistémologique .....	215
4.1.2. Positionnements disciplinaires .....	216
4.1.3. Formulation de l'objet de recherche .....	218
4.1.4. La construction générale de la recherche .....	221
Section 4.2 : Etude qualitative.....	225
4.2.1. Collecte des données qualitatives .....	225
4.2.1.1. Entretien exploratoire.....	225
4.2.1.2. Etude des documentations.....	232
4.2.2. Analyses des données qualitatives.....	235
4.2.2.1. Analyse de contenu .....	236
4.2.2.2. Préparation du corpus et pré-analyse .....	237
4.2.2.3. Choix du logiciel pour analyse quantitative.....	239
4.2.2.4. Analyse qualitative manuelle des entretiens .....	240
4.2.2.5. Analyse quantitative des documentations .....	240
Section 4.3 : Etude quantitative complémentaire.....	243
4.3.1. Choix de la méthode d'analyse.....	243

4.3.2. Construction de l'Echantillon .....	245
4.3.3. Collection des données quantitatives.....	245
<b>Chapitre 5 : Résultats .....</b>	<b>249</b>
Section 5.1 : Résultats des entretiens exploratoires .....	251
5.1.1. Entretiens avec les analystes ISR .....	252
5.1.1.1. Concernant l'organisation .....	253
5.1.1.2. Concernant les pratiques .....	254
5.1.1.3. Concernant la stratégie .....	254
5.1.2. Entretiens avec des gérants de fonds ISR.....	255
5.1.2.1. Concernant l'organisation .....	256
5.1.2.2. Concernant les pratiques .....	256
5.1.2.3. Concernant la stratégie .....	257
5.1.3. Entretiens avec des experts du domaine .....	258
5.1.4. Entretiens complémentaires avec des gérants des fonds ISR grecs.....	260
5.1.4.1. Concernant l'organisation .....	261
5.1.4.2. Concernant les pratiques .....	262
5.1.4.3. Concernant la stratégie .....	263
5.1.5. Documentation complémentaire procurée lors des entretiens .....	265
5.1.5.1. Codage.....	265
5.1.5.2. Observations.....	266
5.1.6. Synthèse des entretiens .....	267
Section 5.2 : Résultats de l'étude des documentations.....	269
5.2.1. Juxtaposition avec le corpus de référence .....	269
5.2.2. Lemmatisation et mots vides .....	274
5.2.3. Application au corpus .....	274
Section 5.3 : Confrontation avec les hypothèses .....	277
Section 5.4 : Résultats de l'étude quantitative complémentaire.....	283
5.4.1. Robustesse du modèle retenu .....	283
5.4.2. Interprétation des variables explicatives.....	284
5.4.3. Transposition avec la partie qualitative et rencontre avec les hypothèses.....	286
<b>Chapitre 6 : Discussion .....</b>	<b>291</b>
Section 6.1 : Interprétation des résultats .....	293
6.1.1. Interprétation des résultats liés à l'information extra-financière .....	293

6.1.2. Interprétation des résultats liés au fonctionnement des SGP.....	297
Section 6.2 : Discussion théorique, empirique et méthodologique du travail.....	303
6.2.1. Discussion théorique.....	303
6.2.2. Discussion empirique .....	305
6.2.3. Discussion méthodologique.....	307
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>313</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>325</b>
<b>GLOSSAIRE .....</b>	<b>351</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>353</b>
<b>Table des Matières .....</b>	<b>381</b>
<b>Table des Illustrations.....</b>	<b>387</b>



## Table des Illustrations

Figure 1: Architecture de la recherche .....	15
Figure 2 : Core et Broad ISR en Europe, 2002-2009 .....	28
Figure 3 : Croissance des fonds ISR et traditionnels 2007-2009, par classe d'actifs .....	29
Figure 4 : Croissance, part de marché et taille du Core ISR .....	30
Figure 5 : Type d'investisseurs institutionnels par volume d'actifs.....	31
Figure 6 : Allocation d'actifs ISR par pays.....	32
Figure 7 : Allocation géographique de l'ISR européen.....	33
Figure 8: Véhicules d'investissement ISR par pays.....	33
Figure 9 : Parts du Core ISR et du Broad ISR sur le total de l'ISR ASG par pays.....	34
Figure 10 : Investisseurs ISR institutionnels / de détail par pays.....	36
Figure 11: Typologie des investisseurs institutionnels français.....	39
Figure 12: Cartographie des fonds ISR .....	61
Figure 13 : Elaboration d'un fonds Best in Class .....	71
Figure 14 : Cadre théorique de Barney (1991).....	99
Figure 15 : Caractéristiques des ressources et des capacités des entreprises .....	130
Figure 16 : L'intensité concurrentielle et le système d'offre du secteur des services.....	131
Figure 17 : Les acteurs du marché boursier et leurs relations selon Montagne (1999).....	139
Figure 18 : Coévolution entre entreprise et secteur selon Levinthal et Myatt (1994).....	147
Figure 19 : Cadre théorique de Newbert (2008) .....	160
Figure 20 : Ressources utilisés par les gestionnaires de fonds.....	164
Figure 21 : Dimensions du processus de sensemaking du caractère de l'RSE .....	167
Figure 22 : Reporting RSE et apprentissage organisationnel.....	183
Figure 23 : Construction de la partie théorique.....	207
Figure 24 : Emergence de la problématique et positionnement disciplinaire .....	218
Figure 25 : Construction de l'objet dans le processus de recherche .....	219
Figure 26 : Processus de l'analyse de contenu .....	237
Figure 27 : Dispositifs structureaux en faveur de la création et du partage du savoir .....	306

Tableau 1 : Différentes pratiques l'intégration des critères extra-financiers .....	40
Tableau 2: Synthèse de différences de l'ISR entre Etats Unis et Europ .....	56
Tableau 3 : Exemples des définitions de l'ISE en Europe et aux Etats-Unis.....	59
Tableau 4 : Segmentation ISR Core et Broad selon Eurosif .....	60
Tableau 5 : Capacités dynamiques et types du marché dynamique .....	119
Tableau 6: Caractéristiques générales de facteurs stratégiques industriels.....	129
Tableau 7 : Les trois strates d'organisation des activités de service .....	134
Tableau 8 : Processus principaux du secteur financier selon Safizadeh et <i>al.</i> (2008).....	136
Tableau 9 : Les opérations financières sur les fonds d'ISR .....	137
Tableau 10 : Six obligations du CA des fonds .....	140
Tableau 11 : Comparaison entre RSE traditionnelle, RSE stratégique et Stratégie traditionnelle .....	148
Tableau 12: Matching governance mechanisms to ex ante conditions .....	152
Tableau 13 : Conséquences probables de l'adoption d'un style sur l'industrie de la gestion d'actifs et sur le marché boursier .....	178
Tableau 14 : Liste de variables selon Aaron et <i>al.</i> (2005).....	179
Tableau 15 : Liste de variables concernant le rapport entre contexte de la SGP et performance des fonds .....	188
Tableau 16 : Synthèse des hypothèses .....	200
Tableau 17: la construction du processus de notre recherche .....	221
Tableau 18 : Modèle d'analyse des compétences et le guide d'entretien de Collombin (1991).....	229
Tableau 19 : Mesure du feedback d'apprentissage selon Levinthal et Myatt (1994) .....	230
Tableau 20 : Modalités du codage.....	241
Tableau 21 : Récapitulatif des variables récoltées .....	246
Tableau 22 : Résumé des démarches empiriques effectuées.....	247
Tableau 23 : Répartition du statut des interviewés .....	251
Tableau 24: Liste de mots lemmatisés .....	270
Tableau 25 : Liste des 30 mots les plus fréquents dans le corpus .....	271
Tableau 26 : Liste de 50 mots significatifs les plus utilisés dans les prospectus ISR .....	275
Tableau 27 : Synthèse de la confrontation des résultats avec les hypothèses .....	282
Tableau 28 : Robustesse du modèle .....	283
Tableau 29 : Interprétation des paramètres .....	283
Tableau 30 : Hypothèses validées de différents niveaux tests .....	289

Cette thèse traite des fonds d'Investissement Socialement Responsables (ISR) français. D'après la Théorie Moderne du Portefeuille leur performance devrait être inférieure à celle des fonds traditionnels. Cependant des recherches antérieures présentent des résultats contradictoires. Nous choisissons de faire appel à la Resource Based View (RBV) pour interpréter cette incohérence entre théorie et pratique.

Nous employons une méthodologie qualitative exploratoire, combinant des entretiens avec une analyse lexicale. Nous validons quantitativement une partie de nos résultats qualitatifs en modélisant la performance d'un fonds ISR par rapport à son indice de référence à l'aide d'une régression linéaire multiple. En se basant sur notre grille de lecture nous pensons avoir identifié deux ressources stratégiques à la disposition des fonds ISR, transformées en avantage compétitif par le biais de deux leviers stratégiques. Les deux ressources sont la compétence du gérant du fonds ISR et la subvention indirecte des frais du fonds ISR par leur Société de Gestion de Portefeuille (SGP). Les deux leviers sont la disposition de la SGP à la différenciation et l'apprentissage organisationnel à l'intérieur de la SGP.

Notre recherche présente un triple apport : pour les universitaires, elle offre un cadre théorique alternatif au MEDAF qui expliquerait mieux la performance erratique des fonds ISR ; pour les praticiens, elle nous permet de faire des propositions aux fonds ISR concernant leur organisation ; pour les consommateurs, elle décortique les fonds ISR dans leurs composantes, leur proposant un aperçu non-conventionnel de leurs fonctionnements et leurs motivations.

**Mots clés** : fonds d'investissement, ISR, performance, avantage compétitif, RBV, ressources, leviers, stratégie, entretiens, analyse lexicale

### **Strategic Resources of SRI funds**

The focal interest of this doctoral thesis is French Socially Responsible Investment (SRI) funds. According to Modern Portfolio Theory (MPT) their performance should be inferior to "traditional" fund performance. The results from previous research however have been contradicting; we have thus chosen to make use of the Resource Based View (RBV) in order to interpret this incoherency between theory and practice and shed some light into the complex interactions that govern their behavior.

We approach the field using an exploratory qualitative methodology, combining interviews with lexical analysis. We validate part of our qualitative results quantitatively through a multiple linear regression of SRI funds' performance relative to their benchmark. Based on our framework, we believe we have identified two strategic resources available to SRI funds, leveraged into competitive advantage by two drivers. The two resources are the fund manager's competency and the indirect subsidizing of the fund's fees by its Asset Management (AM) company. The two drivers are the tendency of AM companies to diversify their services and organizational learning inside AM companies.

Our research should appeal to three types of readers: researchers, since RBV offers a more compelling (as per Occam's Razor) interpretation of SRI funds' erratic performance than MPT; managers, since it enables us to formulate proposals for SRI funds' organization; and laymen, since it breaks down SRI funds to their components, offering a rarely seen view of their inner workings and ulterior motivations.

**Keywords**: investment funds, SRI, performance, competitive advantage, RBV, resources, drivers, strategy, interviews, lexical analysis