



**Haute Ecole**

**Groupe ICHEC - ISC St-Louis - ISFSC**



**BRUSSELS MANAGEMENT SCHOOL**

Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

**La finance comportementale joue-t-elle un rôle dans les choix de placement des investisseurs dans des fonds d'investissement socialement responsable. Si oui, lequel ?**

Mémoire présenté par :

**Ismail Tronbati**

Pour l'obtention du diplôme de

**Master en Sciences Commerciales**

Année académique 2016 - 2017

Promoteur :

Madame Christel Dumas

Monsieur Eric Leurquin

Boulevard Brand Whitlock 2 - 1150 Bruxelles



# Remerciements

*Je tiens à remercier tout d'abord mes deux promoteurs de mémoire, Christel Dumas et Eric Leurquin qui ont accepté de superviser mon travail.*

*Je remercie notamment mon employeur et mes collègue de la BnpParibas Fortis pour leur aide précieuse sans qui je n'aurais pas pu mener à bien ce travail de fin d'études.*

*Je tiens aussi à remercier ma famille qui m'a toujours soutenu durant ces longues années d'études et qui a su trouver les mots pour m'encourager à aller au bout de ce parcours et je remercie tout particulièrement ma femme qui a su se montrer patiente durant ces longues années académiques.*



## Table des matières

1	Introduction générale .....	1
2	Partie théorique .....	3
2.1	Le développement de la finance à travers le temps .....	3
2.2	Un précurseur méconnu .....	4
2.3	Carl Friedrich Gauss et sa fameuse courbe .....	6
2.4	Les marchés efficients .....	7
2.5	La théorie du portefeuille.....	8
2.6	Le modèle d'évaluation des actifs financiers .....	10
2.7	Black et Scholes et leur formule.....	11
2.8	Un environnement propice à son développement.....	11
2.9	La crise qui était statistiquement improbable .....	12
2.10	Le modèle classique au cœur de la critique .....	13
3	La finance comportementale .....	15
3.1	Introduction :.....	15
3.2	Les origines et les évolutions .....	16
3.3	Les pères de la finance comportementale .....	17
3.4	Les théories de comportements humains.....	18
3.5	Les heuristiques de jugement .....	21
3.6	Les biais comportementaux .....	22
3.7	Le biais de sur confiance .....	23
3.8	Les biais de représentativité .....	24
3.9	L'effet d'ancrage psychologique ou comportement de troupeau .....	25
3.10	Les biais d'ancrage .....	27
3.11	Le biais de la dissonance cognitive.....	28
3.12	Le biais d'aversion au regret .....	28
3.13	Le biais d'occurrence du joueur ou l'erreur du joueur .....	29
3.14	Biais de comptabilité mentale.....	30
3.15	Le biais rétrospectif.....	30
4	Lien entre l'Investissement socialement responsable et la finance comportementale .....	31
5	Le concept de l'investissement socialement responsable .....	33
5.1	Définition du concept de l'ISR .....	34
5.2	Le cadre éthique de l'ISR.....	38
5.3	La responsabilité sociale des entreprises.....	39
5.4	L'ISR en pratique .....	42

5.4.1	Le screening négatif .....	43
5.4.2	Screening positif .....	44
5.4.3	Critères de sélection positifs .....	45
5.4.4	Screening Best in class.....	45
5.4.5	L'activisme des actionnaires .....	46
5.4.6	Alternatives en terme de screening .....	47
5.5	Le marché de L'ISR .....	48
5.6	L'histoire de l'ISR.....	48
6	Analyse du marché de l'ISR .....	52
6.1	Le marché américain de l'ISR .....	52
6.2	Le marché européen de L'ISR.....	54
6.3	Le marché belge de l'ISR .....	54
6.4	Les facteurs de décisions influencent le choix d'investissement dans les produits ISR.....	56
6.4.1	L'affinité et les différents comportements .....	57
6.4.2	Le lien entre l'ISR et les performances sur les marchés et les risques attribués à ces placements .....	58
6.4.3	Le profil de l'investisseur.....	59
7	Conclusion de la partie théorique .....	60
8	Partie Pratique .....	62
8.1	Méthodologie de l'étude et hypothèses sur base de l'approche comportementale .....	62
8.1.1	Questionnement de recherche .....	62
8.1.2	Méthodologie utilisée .....	63
8.2	Phase d'analyse des données récoltées dans la partie pratique .....	67
8.2.1	Réponses aux hypothèses formulées.....	68
8.3	Conclusion des réponses aux questions et sous-questions de recherche .....	84
8.3.1	« Quels sont les éléments importants pour les investisseurs lorsqu'ils investissent dans ces produits ? .....	84
8.3.2	Quels sont les possibles biais développés en finance comportementale qui influencent les investisseurs ? .....	85
8.3.3	Les investisseurs peuvent-il avoir des comportements contradictoires dans leurs décisions d'investissement ?.....	87
	Relativiser et prendre le recul nécessaire .....	88
	Conclusion générale .....	90
	Bibliographie .....	93
	Ouvrages .....	93
	Ouvrages en ligne .....	94

Mémoire / Thèse .....	102
Sources orales .....	102
Source orale/ audio-vidéo.....	102
Compléments bibliographiques .....	102
Glossaire.....	104
Annexes .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 1 : Les vagues d'Elliot .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 2 : Formule de Sharpe .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 3 : Fonction de densité de probabilité de la distribution gaussienne.....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 3 : Développement des actifs sous gestions sur le marché européen de l'ISR.	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 4: Croissance des actifs ISR par région 2014-2016.....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 5 : évolution des parts de marché 2005-2015 (hors investissement direct) ....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 6 : Part de marché de l'ISR marché belge .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 7: Catégorie de l'offre ISR .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 8 : Guide d'entretien qualitatif .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 9 : Etude quantitative.....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°1 .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°2 .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°3.....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°4 .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°5 : .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°6 : .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Interview n°7 : .....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
Annexe 10 : Fonds Aqua.....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>

## 1 Introduction générale

Si auparavant les investisseurs et acteurs présents sur les marchés financiers se basaient sur des théories dites "clasiques" pour se constituer un portefeuille (comme par exemple la théorie moderne de H. Markowitz ou la construction d'un portefeuille d'investissement était basée sur deux variables à savoir, le risque et le rendement), le monde de la finance évoluant comme la société, les marchés financiers ont vu l'apparition d'une « autre manière de faire ».

Ces 10 derniers années ont en effet vu l'émergence de nouveaux produits d'investissements liée à l'essor de mentalités plus soucieuses de l'impact social et environnemental : les investissements socialement responsable (ISR), comme son nom l'indique, l'investissement socialement responsable propose à l'investisseur d'introduire dans son choix d'investissement une variable complètement nouvelle et qui est susceptible de ne pas s'insérer dans le modèle classique : la notion de socialement responsable.

Partant de cette constatation, le but de mon étude est de chercher à comprendre les raisons qui poussent certains investisseurs vers ce type de produit et de découvrir les mécanismes comportementaux auxquels ils sont exposés.

Pour ce faire, après un court survol des diverses théories financières, je ferai une analyse des différentes caractéristiques de l'ISR d'une part à travers la lecture des concepts théoriques, et d'autre part en identifiant les différents éléments pertinents aux yeux des investisseurs.

Ensuite, je tenterai d'identifier les caractéristiques comportementales de ces derniers, de mettre en exergue les facteurs clés de leur comportement, comment ? Via une approche relativement récente et alternative à savoir celle de la finance comportementale que je développerai ci-avant.

Parallèlement, à travers des interviews menées auprès de professionnels du milieu bancaire et de la finance (comme des conseillers en investissements, des gestionnaires de patrimoines et gestionnaires de fonds) et une enquête quantitative auprès d'investisseurs je tenterai de déterminer s'il y a des similitudes / des divergences entre les données récoltées auprès des différents parties prenantes.

Partant de là je définirai avec plus de précision les biais, les travers à l'œuvre dans le cadre des investissements ISR, je mettrai en évidence els biais suivants auxquels les investisseurs

semblaient d'avantage sensible : la dissonance cognitive, le comportement de troupeau et l'excès de confiance en soi, cette nous a ainsi permis de découvrir à travers certaines incohérences dans les réponses à l'enquête qu'ils ont pu nous donner que les investisseurs investissant dans les produits ISR étaient susceptibles de prendre des décisions irrationnelles.

## 2 Partie théorique

### 2.1 Le développement de la finance à travers le temps

Le modèle de la finance classique est né durant les années 1960 aux Etats-Unis, ce modèle s'est penché sur des questions telles que : comment évalue-t-on une obligation, une action, pourquoi le prix diffère entre elles ? Quelle méthode utiliser pour déterminer le prix ? Soit autant de questions qui sont naturellement apparues après l'avènement de la finance.

Il faut savoir que dans un premier temps, faute de moyen plus adéquat, on a tiré la méthode pour évaluer une action du modèle pour évaluer les obligations. A savoir une évaluation liée à 2 types de risques : la qualité de l'émetteur et l'inflation. A ceci près que les actions distribuant un dividende variable et non pas de coupons fixes, l'évaluation dans le cadre des actions s'avère en fait plus difficile.

Ensuite vint la méthode Gordon-Shapiro, que l'on peut définir comme ceci « Le modèle Gordon Shapiro est un modèle de valorisation des entreprises. Il est fondé sur le fait que le prix d'une action équivaut au montant total des flux futurs de dividendes générés par une entreprise. Ces flux futurs étant ensuite actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires. La formule d'actualisation des dividendes, permet ainsi d'obtenir une valorisation de la société. Le modèle Gordon Shapiro est toutefois relativement peu utilisé et il est souvent complété par d'autres modèles d'évaluation. » (Mataf, 2017, site web, glossaire).

Pour la gestion du risque 2 méthodes sont utilisées depuis la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, l'analyse fondamentale et l'analyse technique, selon Benjamen Graham la première cherche à expliquer le lien entre la hausse ou la baisse d'une action avec l'entreprise, cela va nous permettre d'avoir une vision plus limpide et d'adopter une orientation et une politique d'investissement, mais reste limité car il n'est pas évident de déterminer clairement les raisons sous-jacentes qui expliquent une variation de cours, de par la masse d'information disponible, l'interprétation faite peut s'avérer mauvaise. Une autre définition donnée par Malkiel nous dit que « Fundamentalists seek to determine a stock's proper value. Value in the this case is related to a company's asssets, its expected growth rate of earning and dividends, interest rates, and risk. By studying these factors, the fundamentalist arrives at an estimate of security's intrinsic value or firm foundation of value » (Malkiel, 2016, p.111).

L'analyse technique quant à elle est très efficiente à postériori car elle permet de mettre en exergue les raisons d'un succès d'un titre sur les marchés, selon Malkiel (2016) l'analyse technique est une méthode prédictive visant à prédire le moment idéal pour acheter ou vendre une action utilisée par ceux qui croient à l'analyse des charts ou ces derniers vont principalement interpréter les patrons, ils étudient le passé, le mouvement et le volume de trading de ces actions, une grande partie de ces investisseurs sont appelés les chartistes, ils pensent que le marché est rationnel à 10% et est à 90% psychologique de ce fait ils essaient d'anticiper comment les autres acteurs vont agir « l'avenir est une porte, le passée en est la clé. » (Hugo, V. 1856).

Ce type d'approche est utilisé pour reconnaître les patrons de façon à anticiper le futur, on retrouve des traces de cette approche dans le Japon du 17<sup>ème</sup> siècle sur le marché à terme des denrées comme le riz, en Europe elle fait son apparition au 19<sup>ème</sup> siècle, l'une des méthodes les plus connues sont les vagues d'Elliot (Voir Annexe 1 : les vagues d'Elliot), mais l'une des limites de cette méthode est qu'elle n'est pas très rationnelle, car elle n'a pas de fondements scientifique.

Mais d'autre méthode verront le jour par la suite, dont la finance classique, qui est une méthode beaucoup plus rigoureuse et pragmatique prenant appui sur les sciences mathématiques, dont nous pouvons retrouver les origines au début du 20<sup>ème</sup> siècle en France.

## 2.2 Un précurseur méconnu

Le mathématicien Louis Bachelier a été à l'origine de la finance moderne. À travers sa thèse « Théorie de la spéculation » parue en 1900, il a fait le lien entre d'une part les marchés financiers et d'autre part la théorie des probabilités. Il est aussi le premier à se nourrir des théories développées par d'illustres mathématiciens comme Laplace, Pascal et Fermat. Et les a associés au monde de la finance (Bouleau, N. 1998).

Il ne va pas chercher à savoir si le cours d'une action va fluctuer jusqu'à quel prix et endéans quelle durée, mais il va plutôt chercher à évaluer la probabilité de variation qui s'applique à l'action, et va chercher à cerner l'ampleur des variations du cours. En toute logique, le problème de l'actionnaire est de savoir si celle-ci va augmenter ou baisser selon Bachelier (Walter C. 1996).

En appliquant cette loi de probabilité, il est donc possible selon Bachelier de dire si le cours de tel actif financier va baisser de 20% ou inversement augmenter de 20%. C'est une réelle avancée, car grâce à cette découverte il nous sera possible lorsque l'on constitue un portefeuille de plusieurs actions d'en réduire le risque. Cette notion de loi de probabilité devient donc essentielle. Si on ne peut déterminer toute la liste des éléments pouvant influencer le cours d'une action, il est par contre désormais possible de déduire la probabilité de variation et d'en décrire de fait l'évolution probable (Bachelier L. 1900).

Si l'on pouvait interroger Pascal, Laplace et Fermat, tous avancerait une argumentation basée sur la rationalité, cela nous donnerait une manière d'aborder la chose de manière déterministe, tel que l'a défendu l'illustre scientifique Pierre-Simon Laplace (1749-1827) à travers son essai philosophique sur les probabilités de 1814.

Selon Philip Herlin, aborder la chose de cette façon-là n'est pas concevable car il faudrait d'une part une puissance de calcul infini qui fait référence à l'intelligence de Laplace, et d'autre part il aurait là cette nécessité de pouvoir différencier le niveau microscopique du niveau macroscopique (Herlin, P. 2010).

« Prenons un exemple simple : les mouvements des molécules d'un objet donné sont impossibles à calculer, mais au niveau de celui-ci, au niveau macroscopique, ils s'expriment par une valeur simple, la température (son augmentation indique une vitesse de déplacement des molécules plus importante). Il en est de même avec une action qui fait l'objet en permanence d'achats et de ventes à des volumes et des prix différents. » (Herlin, 2010, p28).

Selon Sangare, le concept de la martingale de Bachelier est voisin de la théorie des mouvements browniens dont s'inspirera Albert Einstein. Cependant les premières applications furent faites à travers la loi normale, partant du postulat que les prix des actions vont suivre des marches aléatoires arithmétiques et dont la distribution sera opérée selon la loi de Laplace-Gauss ayant une espérance nulle et une variance finie (Sangare, A. 2005).

On comprend donc que ces mouvements semblent aléatoires, cependant nous tenterons tant bien que mal de déterminer le niveau de température et sa variation, c'est-à-dire sa loi de probabilité. Il est clair que les cours d'actions ne sont pas définis par le hasard, néanmoins nous pouvons agir comme si cela était le cas (Herlin, P. 2010).

## 2.3 Carl Friedrich Gauss et sa fameuse courbe

Nous ne pouvons prévoir avec certitude le prix futur, la valeur d'une action peut augmenter ou baisser de manière égale en terme de probabilité, de la même manière lorsque l'on joue avec une pièce de monnaie à pile ou face (Walter C. 2013). On applique donc le principe de la marche aléatoire aux variations de cours, selon laquelle le cours d'aujourd'hui n'est pas lié au cours d'hier ni au cours de demain, on parle ici d'absence d'interdépendance (Herlin, P. 2010).

Si nous lançons une pièce, la probabilité qu'elle tombe d'un côté ou de l'autre est égale c'est-à-dire 50% de chance pour les 2 cotés, si l'on fait 5 essais et que la pièce tombe sur pile, le 6<sup>ème</sup> lancer n'aura pas plus de chance de tomber sur pile, car il n'y a pas de dépendance entre eux. Cet exemple nous permet d'introduire la courbe de Gauss, dont nous devons la découverte à Carl Friedrich Gauss, différemment appelée loi normale qui, lorsque l'on l'observe ressemble à une cloche. C'est une loi primordiale présente dans plusieurs disciplines scientifiques, dont la finance (Herlin, P. 2010)

La courbe de Gauss est applicable à des variables indépendantes et distribuées de façon identiques, comme nous avons pu le voir avec notre exemple de la pièce. Il est très important de comprendre ce paramètre pour la suite.

A partir de cela nous pouvons déduire le théorème central limite. En voici une définition possible « le théorème central limite (parfois appelé théorème de la limite centrale) établit la convergence en loi de la somme d'une suite de variables aléatoires vers la loi normale. Intuitivement, ce résultat affirme que toute somme de variables aléatoires indépendantes et identiquement distribuées tend vers une variable aléatoire gaussienne.» (Le parisien. 2001).

De manière plus simple, cela veut dire que la somme des résultantes d'éléments inattendus et n'ayant que très peu d'interdépendance seront gaussien, Il est important de réaliser que l'incroyable succès de cette loi est directement lié au théorème central limite.

Louis bachelier a découvert que la loi de gauss s'appliquait au domaine financier, c'est le fondement de la finance moderne, car la courbe de gauss permet de décrire la variabilité de cours d'actions en étant utilisée comme une loi de probabilité (Herlin, P. 2010)

Cependant la raison qui explique pourquoi nous avons dû attendre la deuxième moitié du 20<sup>ème</sup> siècle pour voir apparaître la finance moderne est que le sujet n'avait à son époque, pas

vraiment intéressé la communauté scientifique. Nous devons patienter jusqu'aux années 60 pour qu'Eugene Fama fonde les bases de la finance moderne avec d'autres illustres scientifiques comme Markowitz, Sharpe, Scholes, Black et bien d'autres.

## 2.4 Les marchés efficients

La théorie des marchés efficients affirme que tous les prix reflètent de manière précise toutes les informations publiques disponibles en tout temps. En d'autres termes le prix des actifs financiers est toujours correct, sur base de l'information publique accessible à tous en tout temps. Les prix peuvent paraître élevés ou faibles à certains moments mais selon la théorie des marchés efficients, cette apparence n'est qu'une illusion (Shiller, R. 2015).

Selon Shiller, l'idée de l'efficience des marchés est si naturelle qu'elle est probablement présente depuis des siècles. Bien que le terme marché efficient se soit fait connaître au grand public grâce au travail du professeur Eugene Fama de l'université de Chicago vers la fin des années 60 cette théorie le précède de bien des années auparavant (Shiller, R. 2015).

Eugene Fama va introduire dès les années 1960 la notion d'efficience des marchés qui aura une place particulière dans la finance classique. Il part du postulat suivant : lorsque tous les investisseurs détiennent une information et qu'elle est intégrée de manière adéquate au niveau du prix, elle ne peut servir à réaliser un gain supérieur à la norme. Car si tous les investisseurs détiennent l'information, l'actif sous-évalué subira une correction sur le marché et il n'y aura plus de possibilité de faire un gain exceptionnel. (Albouy, 2005).

Pour Fama, l'espérance mathématique du spéculateur est nulle. Ce qu'il entend à travers cela c'est que même si un investisseur pratiquant l'analyse technique croit avoir trouvé une tendance ou bien si un analyste pense avoir mis en évidence une donnée d'une grande importance, et bien la théorie de Fama dit que de toute façon d'autres personnes auront aussi découvert la tendance ou auront aussi obtenu cette information (Herlin, P. 2010).

Dans la situation donnée, le prix d'un actif va résulter d'une certaine quantité d'informations ayant tendance à avoir peu d'interdépendance entre elles et donc nous permettre d'être dans un cas d'analyse gaussien et d'utiliser la courbe y afférant.

Le fait d'assimiler l'information dans le prix est dû au fait des investisseurs ayant une information adéquate et ceux ayant une information moins pertinente, cela veut dire que la

seule analyse du prix ne permet pas de trouver l'information, car à ce moment-là il n'y aurait plus aucune utilité à s'informer pour décrypter le marché (Pollin J.P. 1987).

Afin d'éviter des antagonismes intrinsèque qui sont mis en évidence à travers une vision fortement radicale et abstraite liée à l'efficience, il y a eu plusieurs déclinaisons de la finance classique et de sa théorie (Herlin, P. 2010). Il est communément admis par les partisans de cette théorie que bien souvent les marchés tendent à être proches d'une efficience semi-forte mais cette thématique n'est pas parfaite comme nous pouvons le voir à travers divers scandales financiers comme les délits d'initiés (Malkiel, B.G 2016).

## 2.5 La théorie du portefeuille

Markowitz prix nobel d'économie en 1990 a lors de sa thèse soutenue à l'université de Chicago, écrit un article intitulé « Portfolio Selection », c'est cet article qui va servir de base au développement de sa théorie moderne du portefeuille étudiée dans toutes les grandes écoles de management (Malkiel, 2016) et qui posera les fondements de la finance de la 2<sup>ème</sup> moitié du 20<sup>ème</sup> siècle. Malgré sa simplicité le modèle de Markowitz reste en dépit des nombreuses années passées très pertinent. (Farber, A. Laurent, M. Oosterlinck, K. Pirotte, H. 2009).

Markowitz part d'un constat assez simple : le modèle fort répandu à l'époque « The theory of investment value », n'est pertinent que pour l'achat d'un seul actif financier. Or les investisseurs ont plus d'une action dans leur portefeuille.

Markowitz constate que les investisseurs réfléchissent en fonction du profit potentiel et notamment par rapport au niveau de risque. Il se pose alors la question suivante : comment interpréter ces deux approches en formules mathématiques transposables. C'est une véritable révolution qui est ainsi opérée par Markowitz car il effectue une comparaison entre le profit et le risque et permet ainsi d'en faire un calcul. Comment ? Et bien retournons un peu en arrière et regardons la courbe de Gauss (Voir annexe 3: Fonction de densité de probabilité de la distribution gaussienne) dont l'apparence est caractérisé par deux variables, l'écart-type et la moyenne. Cette courbe va prendre tout son sens dans la finance à travers l'espérance de rendement et le risque qui est lié au cours d'un titre financier lui-même fluctuant par rapport à une moyenne (Herlin, P. 2010).

D'une part, la meilleure façon de jauger le prix d'une action est de calculer la moyenne de ses prix passés, et d'autre part on va pouvoir identifier son risque à travers le degré de variation de cette même moyenne (Markowitz, H. 1952). On a grâce à ce calcul la possibilité de caractériser les actifs financiers par deux variables : le profit et le risque. On peut ainsi comparer les différents actifs selon ces critères et combiner le tout pour en faire un portefeuille.

Un élément majeur va être ajouté par Markowitz, il va introduire la notion statistique de corrélation dans son modèle : toute action qu'elle soit a tendance à se comporter de manière différente par rapport à d'autres actions présentes sur le marché (Hill, R.A 2013), une action subissant dévaluation sur le marché de l'automobile aura tendance à avoir une certaine corrélation avec d'autres actions présentes sur ce segment dans le cas d'une hausse du prix du baril de pétrole par exemple, tandis que cette même hausse de prix pourra faire augmenter le prix des actions présentes dans le segment des énergies renouvelables, en combinant des actions ayant une corrélation négative, nous réduisons ainsi le risque de notre portefeuille d'action (Herlin, P. 2010).

En créant un portefeuille composé de plusieurs actions qui ont une covariance positive, les actions auront tendance à réagir de la même façon, alors que lorsque la covariance est nulle, elles sont dites indépendantes. La meilleur solution pour diminuer le risque de notre portefeuille sera donc d'avoir une covariance négative afin de réduire le risque global de notre portefeuille tout gardant un niveau de rentabilité donné (Hill, R,A, 2013). C'est ce que Markowitz a appelé le portefeuille efficient. Il n'y a bien sûr pas qu'un seul portefeuille efficient, cela dépend de l'aversion au risque de chacun et du niveau de rentabilité qu'il souhaite obtenir.

A ce niveau on comprend de manière claire que Markowitz et ses confrères ont changé la donne sur les marchés financiers, car nous sommes passés d'un modèle d'analyse n'ayant pas de fondements solides au niveau scientifique, à un modèle basé sur des calculs mathématiques faisant appel aux statistiques tel que la moyenne, la variance et bien d'autres.

Cependant le souci auquel sont confrontés les investisseurs à l'époque est la limitation de la vitesse de calcul : dans les années 60 les ordinateurs n'étaient pas capables de réaliser de

pareils calculs (Kürschner, M. 2008). C'est à ce moment que William F. Sharpe va faire son entrée et nous proposer une alternative.

## 2.6 Le modèle d'évaluation des actifs financiers

Afin de résoudre le souci lié à la masse de calcul nécessaire au modèle de Markowitz, Sharpe va établir un questionnement assez simpliste, quel serait l'état des marchés financiers si tous suivaient la démarche de Markowitz ?

Il s'avère que la solution est très simple, il n'y aurait qu'un seul portefeuille pour la totalité des investisseurs, c'est-à-dire que ce serait un portefeuille de marché, de ce fait la valeur et la volatilité de chaque action représenteraient le comportement de tous les investisseurs (L'hoir, M.2008) : c'est le portefeuille efficient. Sharpe nous propose une approche complètement inverse à ce qui se faisait auparavant en définissant le marché comme étant le portefeuille idéal, ce qui peut dans un certain sens nous faire penser à la "main invisible" d'un certain Adam Smith.

Nous réalisons cependant qu'il y a certaines contradictions dans le modèle classique, à ce stade Sharpe fait l'introduction de notions de prime de risque et d'actif sans risque.

Il est possible de subdiviser les actions sur les marchés financiers selon leur comportement sur ceux-ci. De ce fait le rendement d'une action est liée à travers son propre Bêta à celui du marché, à travers la formule de Sharpe (Voir annexe 2 : Formule de Sharpe) ou  $R_j$  : espérance de rentabilité du titre  $i$   $r$  : taux sans risque  $R_m$  : espérance de rentabilité du marché. En comparaison de Markowitz nous savons donc que les calculs à réaliser sont réduits, il suffit juste de déterminer le bêta en plus de son espérance.

En 1976 va naître l'arbitrage pricing theory (APT) de Stephen Ross qui a l'idée de prendre en compte plusieurs variables pour l'évolution du cours d'une action. L'apport majeur de cette théorie est d'avoir ajouté plusieurs bêtas pondérés chacun étant lié à divers paramètres (Malkiel, B, 2016)

L'ajout de plusieurs bêta va augmenter la difficulté de ce modèle. Car nous allons obtenir une matrice avec des variances et covariances de taille importantes dont le calcul va requérir des ressources importantes en terme de capacité de calcul. Mais grâce à l'avènement de l'ère de l'informatique il sera possible de tirer parti de ce modèle, qui, étant multifactoriel va

permettre avec certitude d'analyser la performance d'un portefeuille, et d'en comprendre son évolution. Ce modèle permet aussi de faire des prévisions selon les valeurs espérées des différentes variables (Herlin, P. 2010)

## 2.7 Black et Scholes et leur formule

Parallèlement aux marchés obligataires et des actions qui existent depuis fort longtemps, le marché des options fait son apparition dans les années 70 dans la ville de Chicago, en 1973 plus précisément avec le Chicago Board options exchange qui nait (Mackenzie, D. Millo, Y. 2003), les actions existaient déjà depuis un certain temps, il faut savoir que le concept d'option remonte au moyen âge : car les agriculteurs pouvaient vendre leurs récoltes à un prix fixé à l'avance, mais il n'y avait pas de marché réglementé, ces transactions étaient exclusivement de gré à gré (over the counter) (Herlin, P. 2010).

Deux personnes vont avoir un rôle très important sur le marché des options : Fischer Black né en 1938 et mort en 1995 et le non moins célèbre Myron Schole né en 1941 (Herlin, 2010). Ils vont découvrir que ce qui est important c'est la volatilité d'une action, car lorsque qu'elle est très volatile et a donc un risque important, le prix d'exercice d'une option étant rattaché à cette même action est différent sans pour autant trop l'être, alors la probabilité statistique que l'action dépasse ce prix est élevé et donc cette option aura une certaine valeur non négligeable. En langage financier on dira que l'option est dans le cours. A contrario si cette même action est peu volatile et que son prix d'exercice est très différent du cours actuel alors cette option ne vaudra pas grand-chose car la probabilité statistique que le prix soit atteint n'est pas fort. On va alors parler d'option qui sera hors du cours (Strela, V. 2013).

Ce que l'on doit retenir du syllogisme de la formule de Black & Scholes, c'est qu'elle est complexe et difficilement compréhensible mais qu'il faut qu'elle parte de l'hypothèse que le prix des actions suive la courbe de gauss, il est donc important de la mettre en exergue.

## 2.8 Un environnement propice à son développement

Durant la même année (1973) l'économie mondiale a dû faire face à la crise pétrolière, ce qui a eu pour conséquence d'augmenter le coût du pétrole et a plongé l'économie mondiale dans une crise sans précédent. Toute l'économie en fut touché car les coûts de transports ont fortement augmenté et cela a impacté la rentabilité des sociétés et l'impact s'en est ressenti

sur les marchés financiers (Le Van-Lemesle, L. 2004). D'autant plus qu'en même temps les accords de Brettonwood sont mis en place et la convertibilité du dollar ne se fait plus par rapport à l'or ce qui a pour effet de rendre le dollar flottant. Le résultat de ce cocktail ne se fait pas attendre c'est une crise mondiale et les marchés financiers mondiaux s'effondrent (Allegret, J-P. Sandretto, R. 2000). Au même moment les fonds de pensions font leur apparition, plus particulièrement aux Etats-Unis ce qui amène les ménages à moins gérer leurs portefeuilles d'actions eux-mêmes (Herlin, P. 2010)

Mais ces années-là sont aussi propices au développement de l'informatique, surtout avec la très célèbre Loi de Moore qui d'après son fondateur dit que la puissance des ordinateurs va doubler tous les 18 mois. Cela tombe bien car pour faire de la modélisation financière il est nécessaire d'avoir des machines pouvant réaliser de grands calculs. Tous les éléments sont donc réunis pour l'avènement de l'ingénierie financière (Betbèze, J-P. 2003).

D'autant plus qu'au début des années 80 le retour de la croissance, avec une politique économique libérale menée par Ronald Regan aux Etats-Unis et Margaret Thatcher au Royaume unis à travers notamment la baisse de régulation financière, rend les marchés financiers beaucoup plus intéressants.

Ce que va marquer le début des années 90 c'est la fin du Glass Steagall Act qui avait été mis en place suite à la crise de 1929 pour servir en quelque sorte de garde-fou, en séparant les banques de détail et les banques d'investissement. Cette décision mena à la création de grandes entités financières, la croissance est au rendez-vous...

## 2.9 La crise qui était statistiquement improbable

Si l'on se base sur tous les modèles que nous avons pu mettre en exergue à travers cette chronologie de la finance, statistiquement parlant la crise de 2008 n'aurait jamais mathématiquement dû arriver. (Herlin, P. 2010) La meilleure façon de le comprendre est en analysant cette courbe de Gauss qui nous avons introduit au début de notre travail de recherche (Voir annexe 3 : Fonction de densité de probabilité de la distribution gaussienne).

Etant donné que plus de 68% des valeurs sont situées entre plus ou moins 1 écart-type et que 95% des valeurs entre plus ou moins 2 écarts types et que 99% entre plus ou moins 3 écarts

types alors il y a moins de 1% de chance que cela puisse se produire, on comprend donc que ces modèles financiers sont loin d'être infaillibles (Cobbaut, R. Gillet, R. Hubner, G. 2015).

Ce qui peut renforcer notre constat est l'incident qui s'est produit au courant de l'année 1998 avec la chute du fond Long Term Capital Management, lancé au milieu des années 90. Ces évènements nous permettent donc en toute légitimité de remettre en question le fonctionnement de ces modèles, et ce à travers bon nombre d'exemples comme la crise asiatique durant la fin des années 90 ou encore la bulle d'internet au début des années 2000 (Levy, A. Akeb, H. 2016).

## 2.10 Le modèle classique au cœur de la critique

En prenant un peu de hauteur nous pouvons nous apercevoir que toutes les hypothèses émises par les scientifiques à travers les 2 siècles derniers font partie des théories de la finance qui, nous l'avons vu font partie du modèle classique de la finance. D'après les scientifiques cités précédemment il faut pouvoir calculer tous les paramètres, en est née d'ailleurs une expression, l'homo economicus dont le comportement va être d'une rationalité parfaite, et qui maximise son gain grâce à la totalité des informations disponibles sur le marché (Godbout, J. T. 2005).

Selon l'hypothèse de la rationalité des agents, les investissements sont faits sur base de la totalité d'informations utiles disponibles. Les investisseurs vont donc exprimer leurs choix par la fonction d'utilité qu'ils vont maximiser, cela semble très clair de la même manière que l'efficience de marché mise en avant par Markowitz, mais de nombreuses personnes l'ont critiquée pour sa simplicité.

Un des autres éléments discutables de la finance classique est l'hypothèse d'homogénéité selon laquelle tous les acteurs sur les marchés financiers sont similaires, qu'ils ont le même horizon de placement et qu'ils disposent tous des mêmes données. Selon cette hypothèse on va alors dire que leurs attentes sont identiques, mais dans la réalité nous réalisons assez vite que tous les investisseurs sont différents : tout est différent, l'appétence face au risque, l'horizon de placement n'est pas le même et tous les investisseurs ne disposent pas de la même information (Mandelbrot, B. Hudson, R. L. 2009).

Une autre critique que l'on peut formuler vis-à-vis de ces modèles est celle basée sur l'hypothèse de la continuité, selon laquelle la fluctuation des cours est perpétuelle, les cours ne varient pas, ils ne baissent, ni n'augmentent. En partant de cette hypothèse on peut alors utiliser les mathématiques et utiliser les fonctions continues et les équations différentielles ce qui donne naissance comme nous avons pu le voir à des modèles comme celui de Black and Scholes (Herlin, P. 2010). Mais en réalité si l'on se penche plus en détail sur ce qui est dit à ce propos d'après Mandelbrot les cours varient et ce, de manière significative et ils perdent toute fluidité et de ce fait n'ont plus aucune continuité. Cela mène à la conclusion suivante qui est que la durabilité des cours n'est qu'un assemblage fait à posteriori, et que sans ce concept les différents modèles mathématiques ne fonctionnent pas (Mandelbrot, B. Hudson, R, L. 2009).

Mandelbrot va encore plus loin dans son explication et nous dit que l'hypothèse d'indépendance est fausse. Il dit que les variations de prix ne sont pas indépendantes les unes des autres et qu'aujourd'hui influence effectivement demain (Mandelbrot, B. Hudson, R, L. 2009). Pour lui, l'effet de la mémoire va influencer les cours de bourse. Une action qui progresse pendant plusieurs jours d'affilé verra sa probabilité d'augmenter croître jour après jour, ce qui réfute cette idée d'indépendance et de ce fait va donc remettre en question l'implémentation de la loi normale dans le modèle financier classique.

D'ailleurs Nicholas taleb et Gaarder Haug black disent que Black et Scholes n'ont pas inventé une formule mais ont tout simplement mis en avant un argumentaire. Ils disent que cette formule n'est de toute façon plus ou presque plus utilisée. Depuis les années 80, la plupart des professionnels préfèrent utiliser des méthodes dites heuristiques (Taleb, N. Haug, E, G. 2007).

### 3 La finance comportementale

#### 3.1 Introduction :

La finance comportementale est une branche de la finance qui étudie comment le comportement des investisseurs est influencé par des facteurs psychologiques sur les marchés financiers et des décisions prises lors de l'achat ou la vente sur ces mêmes marchés, affectant ainsi les prix. Cette science vise à expliquer les raisons pour lesquelles il est raisonnable de penser que les marchés ne sont pas efficents. Les principales définitions de la finance comportementale sont discutées ci-dessous.

Selon Martin Sewell, la finance comportementale est l'étude de l'influence de la psychologie sur le comportement des investisseurs et son effet subséquent sur les marchés. Cette science traite des théories et des expériences axées sur ce qui se passe lorsque les investisseurs prennent des décisions basées sur des intuitions ou des émotions (Sewell, M. 2007).

Hersh Shefrin définit lui la finance comportementale comme une branche de la finance qui traite de l'influence de la psychologie sur le comportement des financiers (Shefrin, H. 2007).

Belsky et Gilovich préfèrent définir la finance comportementale comme l'économie comportementale et disent que l'économie comportementale combine les disciplines jumelles de la psychologie et de l'économie pour expliquer pourquoi et comment les gens prennent des décisions apparemment irrationnelles ou illogiques lorsqu'ils dépensent, investissent, et empruntent de l'argent (Belsky, G. Gilovich, T. 1999).

La finance comportementale casse les hypothèses traditionnelles de l'économie financière en intégrant ces dérives observables, systématiques et très humaines de la rationalité en modèles standards des marchés financiers. La tendance pour les êtres humains à être trop confiants entraîne le premier biais auprès de ceux-ci, et le désir humain d'éviter le regret entraîne le second (Barber, B. M. Odean, T. 1999).

Ainsi, la finance comportementale peut être définie comme un domaine de la finance qui propose une explication des anomalies boursières en utilisant des biais psychologiques identifiés, plutôt que de les rejeter comme des résultats fortuits compatibles avec l'hypothèse de l'efficience des marchés (Fama, E. F. 1998).

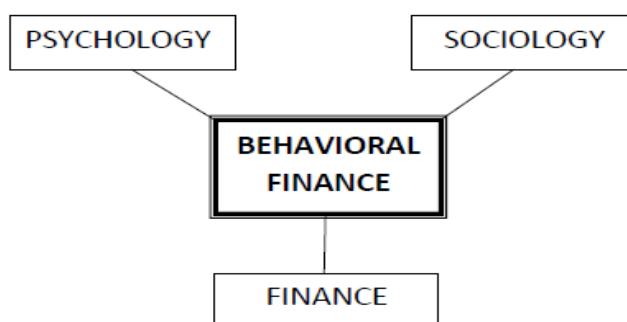
On suppose que les investisseurs individuels et les résultats des marchés sont influencés par la structure de l'information et diverses caractéristiques des acteurs sur les marchés (Banerjee, 2011).

### 3.2 Les origines et les évolutions

La théorie du portefeuille moderne (MPT), le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM) et la théorie des prix de l'arbitrage (APT) sont les modèles quantitatifs qui sous-tendent les théories fondées sur les attentes rationnelles. Malheureusement, il existe une grande quantité de recherches qui n'ont pas pu confirmer ces théories au vue des données d'investissement disponibles. (Fama, E. F. French, K. R. 1993, 1996).

Le paradigme de la finance comportementale a émergé dans le besoin de réponse aux difficultés rencontrées par le paradigme traditionnel. Essentiellement, il fait valoir que les choix d'investissement ne sont pas toujours faits sur la base d'une rationalité totale, et il tente de comprendre les phénomènes du marché en se détachant des deux doctrines du paradigme traditionnel, c'est-à-dire en premier lieu que les agents ne parviennent pas à mettre à jour leurs croyances de manière adéquate et en second lieu qu'il existe un écart systématique par rapport au processus normatif dans la prise de décision d'investissement. (Kishore, R. 2004).

<sup>1</sup>Schindler énumère 3 principaux types d'approches pour la recherche en finance comportementale (Schindler, M. 2007). Tout d'abord la limite à l'arbitrage - qui soutient qu'il peut être difficile pour les traders rationnels de se défaire des anomalies causées par des traders moins rationnels (Barberis, N. Thaler, R. 2003). Il existe donc des opportunités d'arbitrage liées à l'investisseur irréaliste qui peut avoir un impact durable sur les prix.



<sup>1</sup> Image récupérée de evolution of Behavioral Finance, Schindler (2007).

Pour expliquer l'irrationalité des investisseurs et leur processus décisionnel, la finance comportementale s'appuie sur des preuves expérimentales de la psychologie cognitive et les biais qui apparaissent lorsque les gens développent des croyances, des préférences en terme de décisions, compte tenu de leurs croyances et de leurs préférences (Barberis, N. Thaler, R. 2003). Ce qui nous amène à la 2<sup>ème</sup> approche. : La psychologie, elle a montré que les individus présentent systématiquement certains biais tout en formulant leurs croyances et leurs préférences affectant ainsi leurs décisions. Enfin la 3<sup>ème</sup> approche : La sociologie, qui met l'accent sur le fait qu'un nombre considérablement important de décisions financières sont le résultat d'une interaction sociale plutôt que d'être des cas isolés. Cela contredit l'hypothèse implicite que les individus prennent des décisions sans influence extérieure.

### 3.3 Les pères de la finance comportementale

Le but de cette section est de présenter quelques-unes des œuvres littéraires clés de Daniel Kahneman et Amos Tversky reconnus comme les pères de la finance comportementale.

Dans les années 1960, Kahneman et Tversky se sont concentrés sur différentes approches en ce qui concerne la recherche et se sont réunis dans les années 1970 pour créer ce qui devait être les fondements de cette branche de la finance. La première étape consistait à adapter les expériences psychologiques de la théorie de la décision aux scénarios du monde réel. Ils ont également commencé à différencier la solution normative face à un problème de la vie réelle à travers les réponses subjectives qu'ils ont recueillies à travers leurs expériences menées. Le travail mathématique de Tversky sur la théorie normative et l'accent psychophysique de Kahneman sur la différence entre le stimulus objectif et la sensation subjective se sont parfaitement complémentés pour servir cet objectif (Heukelom, 2007).

Le premier article qu'ils ont rédigé ensemble, «Belief in the Law of Small Numbers» a été publié en 1971, dans lequel ils déclarent que les gens ont des intuitions erronées sur les lois du hasard. A titre d'exemple, les individus considèrent même qu'un échantillon tiré au hasard d'une population est très représentatif (Kahneman et Tversky, 1971).

Dans leur publication de 1972 intitulée «Subjective probability: A judgment of Representativeness», ils étudient le biais de la représentativité, qui est expliqué plus loin dans cette étude et a été suivi d'une publication en 1973 intitulée «On the psychology of

prediction» qui dit que la représentativité joue un rôle clé dans les prédictions faites par les individus (Kahneman, D. Tversky, A. 1972, 1973).

En 1974 « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », une de leurs œuvres la plus éminente, a été publiée. Ils y ont décrit trois heuristiques: la représentativité, la disponibilité et l'ancrage. Ils ont déclaré qu'une meilleure compréhension de ces heuristiques et des biais auxquels ils mènent pourrait améliorer le jugement et les décisions dans des situations d'incertitude. En 1979, leur travail le plus important intitulé «Prospect Theory: an analysis of decision under risk» est apparu dans la revue *Econometrica*, qui était une critique de la théorie de l'utilité attendue en tant que modèle descriptif de la prise de décision dans des conditions de risque, et le modèle alternatif développé s'appelait la théorie du prospect. Kahneman a d'ailleurs reçu le prix Nobel d'économie en 2002 pour son travail dans ce domaine.

Dans un autre article important, ils ont introduit le célèbre effet de cadrage. Il a été démontré que lorsque le même problème était abordé de différentes façons, les principes psychologiques qui régissaient la perception des problèmes de décision et l'évaluation des probabilités et des résultats ont entraîné des changements de préférence prédictifs de la part des individus (Tversky, A. Kahneman, D. 1981).

### 3.4 Les théories de comportements humains.

Afin d'expliquer les divers comportements irrationnels des investisseurs sur les marchés financiers, les économistes comportementaux s'appuient sur la connaissance des théories cognitives humaines de la psychologie, de la sociologie et de l'anthropologie.

Deux théories majeures sont discutées, celle de la théorie des perspectives et l'heuristique. La théorie des perspectives a été conçue à l'origine par Kahneman et Tversky, et a plus tard permis à Daniel Kahneman de se voir décerner le prix Nobel d'économie. La théorie distingue deux phases dans le processus de choix: la phase initiale de cadrage et la phase d'évaluation. Tversky et Kahneman, en développant la théorie des perspectives, ont montré comment les gens gèrent le risque et l'incertitude (Kahneman, D. Tversky, A. 1979).

En substance, cette théorie explique l'irrégularité apparente du comportement des individus lors de l'évaluation du risque sous l'incertitude. Elle explique que les individus ne sont pas averse au risque mais plutôt qu'ils sont averses au risque vis-à-vis des gains, mais aussi

preneurs de risques pour les pertes. Les gens accordent beaucoup plus d'importance vis-à-vis des résultats qui sont perçus comme certain que ceux qui sont considérés comme probables, une caractéristique connue sous le nom de l'effet de certitude (Kahneman, D. Tversky, A. 1979).

Les choix des individus sont également affectés par l'effet de cadrage. Le cadrage se réfère à la façon dont le même problème est présenté de différentes façons et présenté aux décideurs et l'effet fait le lien entre la manière dont le cadrage peut influencer une décision de manière à ce que les axiomes classiques de choix rationnels ne tiennent pas. Il a également été démontré qu'il y avait des changements systématiques de préférences lorsque le même problème était présenté de différentes façons (Tversky, A. Kahneman, D 1981).

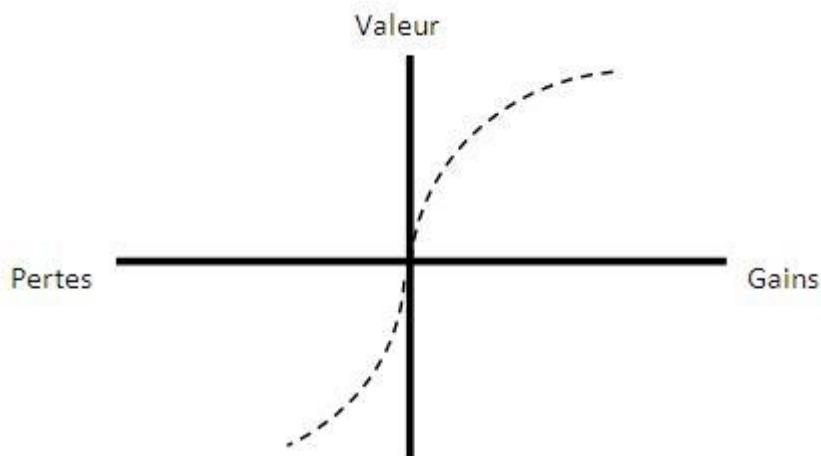
Dans la théorie des perspectives la fonction de maximisation de la valeur est différente de celle de la théorie moderne du portefeuille. Dans celle-ci, la maximisation de la richesse est basée sur le niveau de la richesse finale alors que la théorie des perspectives prend en compte les gains et les pertes. Nous partons du constat que les gens peuvent faire des choix différents dans des situations ayant des niveaux de richesse finaux identiques. Un aspect important du processus de cadrage est que les gens ont tendance à percevoir les résultats comme des gains et des pertes plutôt que comme des états finaux de richesse. Les gains et les pertes sont définis par rapport à un point de référence neutre et les changements sont mesurés en termes relatifs, plutôt qu'en termes absolus (Kahneman, D. Tversky, A. 1979).

En ce qui concerne les investissements dans des actions, le point de référence naturel est le prix d'achat de l'action. En effet, la plupart des études empiriques motivées par la théorie des perspectives constatent que le prix d'achat de l'action semble être l'un des points de référence utilisés par un investisseur. Cependant, il est possible que certains points de référence supplémentaires affectent un investisseur.

Par exemple, l'historique récent du prix des actions semble affecter les décisions commerciales des investisseurs. En principe, le cadrage peut être large ou ciblé. Un investisseur qui applique un cadre large pourrait analyser les gains et les pertes à niveau de richesse global. Le cadrage intermédiaire peut prendre place au niveau d'un portefeuille d'action tandis que le cadrage ciblé, se réfère au processus par lequel un investisseur définit des gains et des pertes en ce qui concerne les composants isolés de ses investissements c'est-

à-dire chaque action individuelle. D'ailleurs la grande majorité des études empiriques se basent implicitement sur un cadrage ciblé.

<sup>2</sup>L'élément le plus central de la théorie des perspectives est la fonction de valeur en forme de S décrite dans la figure ci-dessous:



La fonction de valeur est définie en termes de changements de richesse plutôt qu'en termes d'états absous. La forme de la fonction est concave dans la zone des gains et convexe dans la zone de perte, reflétant l'aversion au risque dans le domaine des gains et la recherche de risques dans le domaine des pertes. Une propriété intéressante de la fonction de valeur est qu'elle est plus forte au point de référence. Cela implique qu'une variation donnée des gains ou des pertes a un effet plus faible vis-à-vis de l'investisseur lorsque la distance au point de référence est grande.

La théorie des prospects soutient que lors du choix de jeux de hasard, les gens calculent les gains et les pertes pour chacun et choisissent ceux qui ont le plus haut potentiel d'utilité. Dans un contexte financier, cela suggère que les gens peuvent choisir une allocation de portefeuille en calculant, pour chaque possibilité, les gains et les pertes potentiels dans la valeur de leurs investissements, puis en prenant l'investissement avec l'utilité potentielle la plus élevée.

---

<sup>2</sup> Image récupérée de (Kahneman, D. Tversky, A. 1984). Choices values, and frames. American psychology, 39 (4), 341-350. Doi: 10.1037/0003-066X.39.4.341

Un autre élément intéressant de la théorie des perspectives est la fonction de pondération: la valeur de chaque résultat est multipliée par une pondération, un poids de décision. Les poids de décision mesurent l'impact des événements possibles sur l'opportunité d'un investissement. Ce ne sont pas des probabilités et elles ne correspondent généralement pas à une unité de mesure. Les poids des décisions sont généralement régressifs en ce qui concerne les probabilités, ce qui implique que les préférences des investisseurs sont moins sensibles aux variations probables que ce que l'indice de référence rationnel suggère (Kahneman, D. Tversky, A. 1979). Pour conclure, la théorie des perspectives décrit plusieurs états d'esprit qui peuvent influencer les processus décisionnels d'un individu.

### 3.5 Les heuristiques de jugement

Pour Kahneman les heuristiques sont des règles simples et efficaces qui ont été développées pour expliquer comment les gens prennent des décisions, procèdent à des jugements et résolvent des problèmes, généralement en cas de problèmes complexes ou d'informations incomplètes. Ces règles fonctionnent bien dans la plupart des circonstances, mais dans certains cas entraînent des biais cognitifs (Kahneman, D. 2011).

Tversky et Kahneman ont identifié et défini l'influence des heuristiques dans le processus décisionnel. Tversky a défini l'heuristique comme une stratégie qui peut être appliquée à une variété de problèmes qui habituellement, mais pas toujours, donne une solution acceptable. Les personnes utilisent souvent des heuristiques (ou des raccourcis) qui réduisent la résolution de problèmes complexes à des opérations de jugement plus simples (Tversky, A. Kahneman, D. 1981). Le processus de décision heuristique est le processus par lequel les investisseurs font leurs propres déductions, généralement par essais et erreurs, conduisent à l'élaboration de règles empiriques. En d'autres termes, il se réfère à des règles empiriques, que les humains utilisent pour prendre des décisions dans des environnements complexes et incertains.

L'homme n'est pas capable de traiter toutes les informations qu'on lui présente quotidiennement. De ce fait, en accumulant de l'expérience à travers le processus d'apprentissage, les différentes expériences nous donnent une impression inexacte de la façon dont les choses fonctionnent.

Ce processus crée des règles qui peuvent ensuite être utilisées dans des situations similaires, ce phénomène s'appelle l'utilisation des heuristiques. Ceci est particulièrement important dans le commerce moderne, lorsque le nombre d'instruments et la densité de l'information ont considérablement augmenté. L'utilisation d'heuristique permet d'accélérer la prise de décision par rapport au traitement rationnel des informations présentées. L'aspect le plus attrayant est le temps qui peut être économisé alors que le principal inconvénient est la dépendance à l'expérience antérieure. Les modèles financiers traditionnels supposent l'exclusion des heuristiques et supposent que toutes les décisions sont basées sur des outils statistiques rationnels (Shefrin, H. 2007).

### 3.6 Les biais comportementaux.

Les investisseurs peuvent être enclins à divers types de biais comportementaux ce qui les conduit à faire des erreurs cognitives. Les gens peuvent faire des choix prévisibles et non optimaux face à des décisions difficiles et incertaines en raison de la simplification heuristique (Chen, G., Kim, K, A. Nofsinger, J, R. Rui, O, M. 2007).

Les chercheurs distinguent une longue liste de biais, plus de cinquante d'entre eux sont appliqués au comportement des investisseurs individuels dans de récentes études. Lorsque l'on considère les dérivées et les biais non découverts en attente d'application dans la finance, la liste des erreurs systématiques des investisseurs semble en effet encore très longue. La recherche plus poussée cherche à catégoriser les biais selon une sorte des cadres significatifs. Certains auteurs se réfèrent aux biais comme les heuristiques (règles empiriques), tandis que d'autres les appellent croyances, jugements ou préférences tandis que d'autres spécialistes classent les biais selon des lignes cognitives ou émotionnelles.

Alors que cette sorte de taxonomie de partialité est utile, une théorie sous-jacente de la raison pour laquelle les gens agissent en lien avec un biais n'a pas été développée. Au lieu d'une théorie universelle du comportement d'investissement, la recherche sur les finances comportementales repose sur une vaste collection de preuves montrant l'inefficacité de la prise de décision humaine dans diverses circonstances de décision économique (Pomian, M, M. 2006).

### 3.7 Le biais de sur confiance

Dans cette forme la plus élémentaire, la confiance excessive peut être résumée comme une foi injustifiée en son propre raisonnement intuitif, ses jugements et ses capacités cognitives (Pompian, M, M. 2006). Les psychologues ont déterminé que l'excès de confiance fait que les gens surestiment leurs connaissances, sous-estiment les risques et exagèrent leur capacité à contrôler les événements. Le concept de l'excès de confiance provient d'un grand nombre d'expériences psychologiques cognitives et d'enquêtes dans lesquelles les sujets surestiment à la fois leurs propres aptitudes prédictives et la précision des informations qu'ils ont reçues. Les gens sont mal calibrés dans l'estimation des probabilités: les événements qu'ils pensent être certains de se produire sont souvent bien inférieurs à cent pour cent. Concrètement, les gens pensent qu'ils sont plus intelligents et ont de meilleures informations alors que ce n'est en réalité pas le cas (Pompian, M, M. 2006).

Pour Shefrin, l'excès de confiance appartient à la façon dont les gens estiment leurs propres capacités et les limites de leur connaissance. Les individus qui sont trop confiants au sujet de leurs capacités ont tendance à penser qu'ils sont meilleurs qu'ils ne le sont réellement. Il en va de même pour la connaissance. Les individus qui sont trop confiants au sujet de leur niveau de connaissance ont tendance à croire qu'ils savent plus que ce qu'ils connaissent réellement (Shefrin, H. 2007).

L'excès de confiance ne signifie pas nécessairement que les individus sont ignorants ou incompétents. Mais cela signifie plutôt que leur point de vue vis à vis de leur propre personne est trop optimiste. Un trait commun parmi les investisseurs est un excès de confiance général dans leur propre capacité quand il s'agit de choisir des actifs financiers, de décider de vendre ou d'acheter.

Ces tendances ont été développées par Odean. Il a constaté que les traders qui ont effectué le plus d'opérations sur le marché ont tendance, en moyenne, à recevoir des rendements nettement inférieurs à ceux du marché (Odean, T. 1998)

En outre, les psychologues ont déterminé que la confiance excessive entraîne une surestimation de leurs connaissances, qu'ils sous-estiment les risques et exagèrent leur capacité à contrôler les événements. La sélection d'actif financiers est donc une tâche très

difficile. Un fait intéressant, est que ce type d'activité est précisément la tâche pour laquelle les gens présentent le plus d'excès de confiance (Nofsinger, J, R. 2001).

Barber et Odean ont réparti les investisseurs en fonction de leur genre et, sur la base de faits de recherche psychologique précédent, ont déterminé que les hommes sont plus confiant que les femmes, et ils ont testé la théorie selon laquelle les investisseurs faisant preuve d'excès de confiance de manière excessive. Ils documentent que les hommes font 45% plus de transactions boursières que les femmes et constatent que le rendement net des hommes a été réduit de 2,5% par an alors qu'il était réduit de 1,72% pour les femmes, dans les données recueillies de 1991 à 1997 (Barber, B, M. Odean, T. 2001).

Fagerström a mené une étude pour étudier la confiance excessive et l'optimisme sur le marché et les facteurs qui affectent les êtres humains dans la prise de décision en matière d'investissement et d'analyse. La méthode scientifique de recherche est une méthode d'exercices de back-test quantitatif basée sur des données historiques tirées de l'IBES. Les données prises sont un résumé de la croissance attendue des bénéfices pour les entreprises reprises sur le S&P500 pour les 12 prochains mois, par rapport aux résultats réalisés pour la période Février 1986 à avril 2008. Les résultats ont montré que les analystes du S&P500 étaient fortement touchés par le biais d'excès de confidence. Il confirme également la théorie de l'ancrage et du groupe (ou herding) (Fagerström, S. 2008).

### 3.8 Les biais de représentativité

Gilovich, Griffin, et Kahneman définissent la représentativité comme une évaluation du degré de correspondance entre un échantillon et une population, une instance et une catégorie, un acte et un acteur ou, plus généralement, entre un résultat et un modèle (Gilovich, T. Griffin, D, and Kahneman, D.2002).

Le biais de représentativité concerne la détermination des probabilités d'un point de vue des investisseurs. En utilisant l'heuristique, la probabilité qu'un objet ou un événement A appartienne à une classe ou qu'un processus B soit déterminé. On dit que le biais de représentativité est généralement utilisé, tout en faisant des jugements sous la contrainte de l'incertitude, lorsque l'on demande aux gens de juger la probabilité que A appartienne à B (Kahneman, D. 2011).

Dans le cas où A et B sont décrits dans les mêmes termes, le biais de représentativité peut être réduit à la similitude (Kahneman, D. 2011).

En ce qui concerne la représentativité, c'est un jugement fondé sur des stéréotypes d'excès de confiance. Le succès récent des investisseurs, a tendance à notamment se poursuivre dans le futur. La tendance des investisseurs à se baser sur des expériences pour prendre leurs décisions est connue sous le nom de stéréotype (Shefrin, H. 2007). Ritter Jay a noté une autre conséquence intéressante du jugement par biais de représentativité, où il attribue une sous-performance à long terme des introductions en bourse à cause de l'orientation à court terme des investisseurs (Ritter, J. R. 1991).

Cela a de nombreuses répercussions au niveau de la prise de décision en matière d'investissement. En faisant des investissements, les individus ont tendance à attribuer les bonnes caractéristiques d'une entreprise directement à la bonne performance de son action sur les marchés. Mais ces entreprises se révèlent souvent être des investissements médiocres plutôt que le contraire.

### 3.9 L'effet d'ancrage psychologique ou comportement de troupeau

Le comportement de troupeau sur les marchés financiers peut être défini comme une imitation mutuelle conduisant à une convergence d'action (Hirshleifer, D. Teoh, S. H. 2003). C'est l'erreur la plus fréquente où les investisseurs ont tendance à suivre les décisions d'investissement prises par la majorité. C'est pourquoi, dans les marchés financiers, lorsque le meilleur moment pour acheter ou vendre est proche, même la personne qui pense qu'elle devrait agir ressent une forte pression psychologique qui l'empêche de le faire. La principale raison est due à la pression ou l'influence des autres individus. L'IPO de la société The Reliant Power en 2008 est un exemple où de nombreux investisseurs ont souscrit des titres sans avoir des informations complètes sur la situation de cette société. Les investisseurs appliquent le principe de comportement du troupeau parce qu'ils s'inquiètent de ce que les autres pensent de leurs décisions d'investissement (Scharfstein, D. Stein, J. 2000).

Les investisseurs privés ont tendance à être influencés par les recommandations des analystes populaires. Dans son étude, Welch a découvert que les analystes pouvaient également

présenter le comportement de troupeau. Cela n'a pas été confirmé en raison du manque de données de niveau micro. Mais chaque fois que l'analyste a révisé ses recommandations, il y a eu une corrélation positive avec les révisions des deux prochaines analyses. La révision a été fortement influencée par le consensus du marché actuel et des informations disponibles (Welch, I. 2000).

Le comportement du troupeau se définit comme la tendance qu'ont les individus à imiter les actions d'un grand groupe indépendamment de ce qu'ils décideraient individuellement ou non. L'une des raisons de cette tendance est que les gens sont sociables et sont généralement enclins à demander l'acceptation du groupe plutôt qu'à démarquer. Une autre raison est que les investisseurs ont tendance à penser qu'il est peu probable qu'un grand groupe puisse se tromper. Tout cela fait que l'investisseur suit le troupeau ayant l'illusion que le troupeau puisse sait chose que lui-même ne sait pas.

Economou et Kostakis ont examiné le comportement du troupeau dans des conditions de marché extrêmes en utilisant les données journalières des marchés boursiers grec, italien, portugais et espagnol pour les années 1998 à 2008, c'est-à-dire qu'ils ont examiné l'existence de comportements asymétriques associés aux rendements du marché, et à la volatilité. Parallèlement, ils ont également étudié la présence du comportement de troupeau au cours de la crise financière mondiale de 2008 (Economou, F, A. Kostakis, R, B. 2010).

Les résultats de l'étude ont montré que le comportement de troupeau se trouvait plus fort au cours des périodes de hausse des marchés sur ces mêmes marchés boursiers. Ce comportement est présent sur le marché boursier portugais pendant les périodes de forte baisse et il n'y a aucune preuve de ce comportement sur le marché boursier espagnol. Enfin, il semblerait qu'il existe des témoignages de ce comportement lors de la crise financière mondiale de 2008 uniquement pour le marché boursier portugais et des preuves contraire à ce comportement pour les marchés boursiers espagnols et italiens existent. Pour finir, le comportement des investisseurs semble avoir été rationnel pour le marché boursier grec pendant la crise financière mondiale (Economou, F, A. Kostakis, R, B. 2010).

### 3.10 Les biais d'ancrage

Dans de nombreuses situations, les gens font des estimations à partir d'une valeur initiale ajustée pour donner la réponse finale. La valeur initiale, ou le point de départ, peut être suggérée par la formulation du problème ou peut être le résultat d'un calcul partiel. Dans les deux cas, les ajustements sont généralement insuffisants (Slovic, P. Lichtenstein, S. 1971).

C'est-à-dire que différents points de départ donnent différentes estimations, qui sont biaisées vis-à-vis des valeurs initiales. Nous appelons ce phénomène l'ancrage. (Kahneman, D. 2011).

L'ancrage est une heuristique psychologique qui apparaît lorsque les investisseurs donnent une importance inutile aux ancrés statistiquement aléatoires et psychologiquement déterminées ce qui les amène à des décisions d'investissement qui ne sont pas essentiellement rationnelles. Lorsque qu'il est nécessaire pour un investisseur d'estimer un bon prix d'achat pour un actif, l'investisseur est susceptible de commencer par utiliser une valeur initiale appelée l'ancre sans beaucoup d'analyse.

Ensuite, ils ajustent cette ancre vers le haut ou vers le bas pour refléter leur analyse ou de nouvelles informations, mais des études ont montré que cet ajustement est insuffisant et finit par produire des résultats biaisés. Les investisseurs qui présentent ce biais sont susceptibles d'être influencés par ces ancrés tout en répondant à des questions clés comme «Est-ce un bon moment pour acheter ou vendre l'action ?» ou «est-ce que l'action est assez bon marché?». Le concept d'ancrage peut donc être expliqué par la tendance des investisseurs à ancrer leurs pensées à un point de référence logiquement non pertinent tout en prenant une décision d'investissement (Pompian, M, M. 2006).

Kristensen et Gaerling ont testé l'hypothèse selon laquelle dans les négociations, les contre-offres sont générées par un processus d'ancrage et d'ajustement menant à l'effet du point d'ancrage, et ces contre offres sont influencé par des changements de point de référence qui, à leur tour, déterminent si l'ancrage, le point est perçu comme un gain ou une perte. Le processus de négociation a été simulé avec l'aide des étudiants de premier cycle faisant des études à orientation financière, et les résultats ont montré que les participants ont traité le prix de vente proposé comme point d'ancrage (Kristensen, H. Gaerling, T. 1997).

Andersen montre l'implication de l'ancrage dans la prise de décision des acteurs du marché en utilisant un algorithme de trading existant. L'algorithme a été appliqué aux données de marché réelles de la moyenne industrielle du Dow Jones et de l'indice boursier CAC40 pour rechercher les possibilités d'arbitrage. Le modèle a révélé des bénéfices hors échantillon, même s'il envisageait des coûts de transaction sur le CAC40 et fournissait ainsi la preuve que l'ancrage a un rôle à jouer dans la fixation hebdomadaire des prix de Dow et CAC40 (Andersen, J, V. 2010)

### 3.11 Le biais de la dissonance cognitive

La dissonance cognitive est le conflit mental que les gens éprouvent lorsque l'on leur présente des preuves que leurs croyances ou leurs hypothèses sont fausses (Malkiel, G, B. 2016).

Lorsqu'un investisseur est confronté à une situation où il doit choisir entre deux alternatives, il est probable que certains conflits suivront une fois qu'une décision a été prise. Les aspects négatifs de l'alternative qu'il choisit sont susceptibles d'être mis en évidence tandis que les points positifs de l'alternative rejetée s'ajouteront au conflit. Cela finit par remettre en question la confiance de l'investisseur dans la décision qu'il vient de prendre. Les psychologues concluent que les gens effectuent souvent des rationalisations profondes afin de synchroniser leurs connaissances et de maintenir une stabilité psychologique (Pompian, M, M. 2006).

Selon Pompian, il existe deux aspects identifiés de la dissonance cognitive qui sont liés à la prise de décision. Tout d'abord la perception sélective, où les investisseurs ne font que regrouper de l'information, ce qui affirme leurs croyances, créant ainsi une vue incomplète de l'image réelle. Ensuite la prise de décision sélective où les investisseurs sont susceptibles de renforcer les engagements précédemment réalisés, même s'il pourrait être évident que ce n'est pas le cas. Cela se produit en raison de l'engagement envers la décision initiale qui oblige l'investisseur à rationaliser ses actions, ce qui lui permet de s'en tenir à elle ; bien que ces actions soient sous-optimales (Pompian, M, M. 2006).

### 3.12 Le biais d'aversion au regret

L'aversion au regret est une erreur psychologique qui se manifeste par une peur excessive liée aux sentiments de regret d'avoir pris une décision, qui peut s'avérer être médiocre, principalement parce que les résultats de l'alternative sont visiblement meilleurs pour

l'investisseur. La cause principale de ce type d'erreur est la tendance que les individus ont difficile à admettre leurs erreurs. En raison de cette partialité, les investisseurs peuvent éviter de prendre des décisions par crainte que les décisions qu'ils prennent ne soient optimales (Pompian, M, M. 2006).

Un inconvénient potentiel est que cela pourrait amener les investisseurs à tenir une position perdante pendant trop longtemps, en raison de leur réticence à admettre et à corriger les erreurs dans un temps opportun.

Un autre inconvénient est que ce biais peut empêcher les investisseurs d'entrer sur le marché quand il y a une tendance baissière qui montre des signes de fin, et indique que la tendance est favorable pour acheter. Mais bien souvent la peur du regret apparaît lorsque les individus procrastinent au lieu de prendre des décisions. Diverses études expérimentales en psychologie suggèrent que le regret influe sur la prise de décision dans des situations d'incertitude. (Pompian, M, M. 2006).

### 3.13 Le biais d'occurrence du joueur ou l'erreur du joueur

Pour Montier, l'argument le plus bizarre pour être optimiste peut être en lien avec la conviction que les marchés ne peuvent pas descendre pendant quatre ans de suite. Ce qui semble être un bon exemple de l'erreur des joueurs (Montier, J. 2003).

Kahneman et Tversky décrivent le cœur du problème de l'erreur du joueur comme une mauvaise compréhension des lois du hasard. Un impact majeur sur le marché financier est que les investisseurs souffrant de ce biais sont susceptibles d'être biaisés pour prédire les retournements des cours des actions. L'erreur des joueurs se pose lorsque les investisseurs prédisent de manière inappropriée que cette tendance va s'inverser en s'inspirant de la pensée contradictoire. On s'attend à ce que l'erreur des joueurs se produise lorsqu'un investisseur agit en ayant une perception selon laquelle les erreurs liées aux événements aléatoires seront autocorrigées (Kahneman, D. Tversky, A. 1971).

Par exemple, si une pièce non truquée est lancée dix fois et qu'elle atterrit sur face à chaque fois, un investisseur qui estime que le prochain lancé donnera pile sera considéré comme ayant succombé au biais de l'erreur du joueur.

### 3.14 Biais de comptabilité mentale

La comptabilité mentale a été inventée par Richard Thaler et est définie par ce dernier comme un ensemble d'opérations cognitives utilisées par les particuliers et les ménages pour organiser, évaluer et garder un œil sur leurs activités financières (Thaler, R, H. 1999).

Cela entraîne une tendance de la part des individus à diviser leur argent en comptes séparés en fonction de diverses raisons subjectives. Les individus ont tendance à attribuer différentes fonctions à chaque groupe d'actifs, ce qui a souvent un effet irrationnel et négatif sur leurs décisions de consommation et sur d'autres comportements. La comptabilité mentale se réfère aux codes utilisés par les personnes lors de l'évaluation dans le but de prendre une décision d'investissement (Thaler, R, H. 1999).

### 3.15 Le biais rétrospectif

Shiller décrit l'erreur de jugement cognitif comme la tendance à penser que l'on aurait su que les événements réels arrivaient avant qu'ils ne se produisent, si l'on était présent ou si on avait des raisons d'y faire attention (Shiller, R. 2015).

Monti et Legrenzi ont étudié les relations entre la prise de décision d'investissement et le biais rétrospectif. Ils disent que les études économiques considèrent uniquement le point de vue prospectif de l'agent sans tenir compte des effets possibles de partialité dans le processus décisionnel. Ils ont recueilli des données auprès de 25 étudiants ayant un master ou doctorat suivant des cours en finance et économie à l'Université Bocconi et auprès de 35 gestionnaires financiers d'une importante banque italienne en diffusant deux séries de questionnaires. L'étude a révélé une preuve des conséquences que le biais de rétrospectif peut avoir sur les décisions du portefeuille de l'investisseur, la perception de l'allocation du portefeuille et donc l'exposition au risque (Monti, M. Legrenzi, P.2009).

## 4 Lien entre l'Investissement socialement responsable et la finance comportementale

Cela fait maintenant un certain nombre d'années que nous avons observé une croissance des produits d'investissement prônant des valeurs sociales. De nos jours, tous les organismes financiers proposent une gamme d'investissements éthiques. Ces produits s'avèrent réunir des valeurs éthiques qui peuvent dans un premier temps paraître peu rationnels pour un investisseur rationnel.

En effet, auparavant les éléments appropriés pour la composition d'un portefeuille d'investissement étaient principalement basés sur des facteurs de risque et de rendement. Mais avec à l'émergence de l'ISR, c'est un nouveau paramètre qui intervient dans le processus décisionnel qui a vu le jour. Ce nouveau facteur est la responsabilité. Le contrôle de ce paramètre va permettre aux organismes qui offrent ce type de produits de déterminer les désirs et préoccupations et de définir si ces derniers sont susceptibles d'être d'avantages exposés à certains biais comportementaux.

Il est donc primordial d'avoir une compréhension claire et d'analyser les différents éléments disponibles. Notre objectif principal est de pouvoir vérifier les biais principaux auxquels sont sujets les investisseurs et dans quelle mesure ceux-ci influencent leur choix d'investissement.

Afin de mettre en exergue le lien entre la finance comportementale et l'ISR, il a été important de définir d'une part la notion de finance classique. Ceci qui nous a permis d'en comprendre les faiblesses et de chercher des pistes possibles pour faire face aux faiblesses des théories classique à travers la définition du concept de finance comportementale et d'en énumérer les principaux biais comportementaux.

Dans le but de mettre en lumière les caractéristiques comportementales des individus investissant dans des produits ISR, c'est grâce à cette partie où nous allons aborder plus en détail le concept d'investissement socialement responsable que nous allons pouvoir définir nos différentes pistes pour notre question de recherche et de mettre en œuvre notre travail de terrain.

D'autre part nous tenterons de définir avec précision les différentes offres en terme de produits ISR, afin de comprendre au mieux sur quels éléments tangibles les individus basent leurs décisions. Nous tenterons aussi d'analyser dans une moindre mesure le marché mondial de l'ISR à travers une analyse du marché américain, européen et belge.

## 5 Le concept de l'investissement socialement responsable

Le concept d'ISR a évolué de manière différente dans plusieurs pays du monde et a donc fait l'objet de différentes terminologies et points de vue. La littérature sur le sujet est vaste, et l'ISR possède plusieurs noms tels que: l'investissement socialement responsable, l'investissement vert, l'investissement éthique, l'investissement durable, l'investissement filtré et l'investissement dans les ESG (environnement, social et gouvernance). Il est important de noter que malgré les années, les universitaires ne se sont toujours pas mis d'accord sur le fait que ces termes soient traités unanimement ou qu'ils soient appliqués à différents aspects éthiques et sociaux. En particulier de la distinction potentielle entre les deux termes les plus communs, l'investissement éthique (IE) et l'ISR, a été maintes fois discutée.

Sparkes définit l'IE comme des investissements inspirés par des croyances morales qui ne prennent pas en compte la notion de profit, menés par des organisations à but non lucratif telle que les églises, les organismes de bienfaisance et autres ONG. Il définit ensuite l'ISR comme le concept moins rigoureux qui couvre tous ces investissements, qui met l'accent sur des questions éthiques, mais ne peut pas être défini comme étant 100% éthique, par exemple en raison d'un accent supplémentaire sur la création de but lucratif (Sparkes, R. 2001).

À l'inverse, Cowton considère les deux termes comme interchangeables (Cowton, C. J. 1994), Russell Sparkes et Christopher Cowton sont deux des auteurs les plus actifs sur le sujet de l'IE / ISR et ont tous deux contribué avec des points essentiels au débat. Dans leur article commun de 2004, ils reconnaissent qu'une distinction entre les deux termes peut être faite, mais finalement, ils choisissent de les utiliser comme synonymes. Ils proposent de considérer l'IE comme étant l'ancienne terminologie qui reflète les valeurs personnelles des investisseurs, et de définir l'ISR comme étant une modernisation du terme avec un caractère plus souple. En ce sens, ils nous disent qu'il semble que le débat constant sur l'éthique ait conduit à une aversion vis-à-vis du terme d'investissement éthique. En raison de la difficulté de répondre aux critères et de prendre le risque d'être jugé comme étant contraire à l'éthique, si ces critères ne sont pas atteints (Hellsten, S. Mallin, C. 2006).

D'ailleurs, Strong soutient aussi cet argument (Strong, S. 2010). La vision de Sparkes et Cowton est partagée dans ce mémoire de recherche appliquée, ce qui signifie que l'ISR et l'IE sont

traités comme étant des synonymes et utilisés alternativement tout au long de la rédaction de ce mémoire (Sparkes, R. Cowton, C. J. 2004).

O'Rourke devrait également être mentionnée car elle fournit une autre explication sur le sujet. Elle croit que la grande quantité de termes différents est dûe aux gestionnaires de fonds qui essayent de différencier leurs fonds les uns des autres (O'Rourke, A. 2003).

## 5.1 Définition du concept de l'ISR

Pour Chieffe et Lahey il n'y a aucune définition unanimement acceptée de l'investissement socialement responsable. Au contraire, cela dépend du point de vue de l'individu, de l'entreprise ou de l'investisseur institutionnel (Chieffe, N. Lahey, K. E. 2009). Comme mentionné précédemment plusieurs propositions concernant la définition de l'ISR ont été données au cours des 30 à 40 dernières années.

Bien que ces différentes définitions soient formulées de manière très similaire, aucune d'entre elles n'a été universellement acceptée dans le milieu des affaires. L'une des raisons pourrait être le manque de réglementation sur le sujet. Aucune règle ou cadre clair n'existe sur une base générale commun. Par conséquent, il n'existe pas de critères officiels qui doivent être satisfaits pour qu'un fond puisse se targuer d'avoir le statut de socialement responsable ou éthique.

Ce problème peut concerner les différents et nombreux groupes qui composent notre société: les pays, les cultures, les classes sociales, les familles, etc. Ces différents groupes ont potentiellement des opinions différentes sur la façon d'agir pour être socialement responsable, ce qui signifie qu'un règlement universel sur ce thème semble presque impossible à développer. De ce fait, le processus d'investissement socialement responsable n'est toujours pas clair à certains niveaux.

Pour illustrer la situation, nous verrons dans les prochains paragraphes un ensemble de définitions de l'ISR telles que proposées dans différents articles de littérature scientifique. Toutes les définitions semblent être quelque peu similaires, mais elles varient principalement sur un point: le niveau de généralisation. Il semble que les définitions se soient de plus en plus généralisées au fil du temps et, par conséquent, qu'elles soient devenues plus flexibles en termes d'interprétation.

Pour l'EUROSIF l'ISR est un terme générique couvrant tout type de processus d'investissement qui combine les objectifs financiers des investisseurs avec leurs préoccupations au sujet des questions ESG (Eurosif, 2010)

Pour Revelli, C. et Viviani, J-L, l'ISR définit un ensemble de facteurs de placement pour sélectionner ou exclure des actifs en fonction de la gouvernance écologique, sociale, d'entreprise ou éthique, et s'engage souvent dans les communautés locales et à travers l'activisme des actionnaires pour poursuivre les stratégies de l'entreprise vis-à-vis des objectifs ci-dessus (Revelli, C. Viviani, J-L 2014).

Bollen nous dit que l'investissement socialement responsable (ISR) donne à un investisseur la possibilité de choisir l'éthique avant d'examiner le rendement financier potentiel d'un investissement. Dans le milieu universitaire, on parle de décision concernant les aspects non financiers d'un investissement avant d'examiner le rendement financier (Bollen, 2007).

Dans l'ensemble, il semble que la définition de l'ISR évolue avec le temps pour être plus généraliste et moins restrictive. Cela s'inscrit dans la continuité de la modification d'usage du terme de l'IE vers l'ISR. La théorie qui nous dit que la définition de l'ISR est en constante évolution est soutenue par Gay et Klaassen (2005) et par Kinder (2005), bien que pour qu'il y ait une évolution de la terminologie, c'est généralement les acteurs qui changent. Ils soutiennent que les premières définitions comprenaient un acteur spécifique (par exemple, l'investisseur), et que dans les définitions ultérieures, l'acteur est supprimé et remplacé par des mots plus généraux comme le processus d'investissement ou la philosophie. Bien que la découverte du changement d'acteur ne soit pas clairement exposée dans les définitions données, la conclusion est toujours la même: la définition de l'ISR semble devenir plus vague et plus ouverte à une interprétation libre au fil du temps.

Kinder quant à lui, croit que la définition évolutive de l'ISR est dûe à l'arrivée d'un nouveau type d'investisseurs ISR qu'il définit comme des investisseurs institutionnels qui ont un engagement lié à la mission d'entreprise et à des causes sociales ou environnementales et qui sont mal à l'aise avec la responsabilité des jugements moraux qui impliquent des décisions liées à des critères non financiers (Kinder, P. D. 2005).

Même si cet argument n'est peut-être qu'une partie de la vérité, Kinder a certainement le sentiment que les investisseurs ont maintenant une vision plus large du concept de l'ISR et ont donc de nombreuses façons de le pratiquer.

Kinder poursuit en disant que le concept de l'ISR peut être divisé en 3 sous-catégories qui sont expliquées ci-dessous:

- L'ISR basé sur la valeur: cette approche fait partie de l'ancienne définition de l'ISR. Il vise à aligner les positions de portefeuille d'un investisseur avec ses croyances. La priorité de l'investisseur repose sur les croyances éthiques plutôt que sur la valeur financière.
- L'ISR de recherche de valeur: cette approche est appliquée par des investisseurs traditionnels qui ne construisent pas de portefeuille sur base de leurs valeurs personnelles et éthiques. Au lieu de cela, ils pensent que l'investissement sur base de certains critères sociaux et éthiques peut conduire à de meilleurs rendements financiers.
- L'ISR de valorisation: les investisseurs qui utilisent cette approche ne se considèrent pas comme des investisseurs ISR. Ils visent à améliorer la performance financière des entreprises dans leur portefeuille en essayant de leur faire respecter différents critères, qui peuvent être de nature sociale et éthique. Ils ont tendance à fonctionner avec un ensemble de critères beaucoup plus restreint que les deux autres approches. Généralement, les critères énoncés relèvent de la gouvernance d'entreprise (Kinder, P. D. 2005).

Strong croit également que la définition de l'ISR doit être segmentée, afin de mieux comprendre le concept. Il définit deux sous-catégories, qui sont expliquées ci-dessous (Strong, 2010):

- L'ISR de type CORE : qui peut être lié à l'approche de la valeur de Kinder (Kinder, P. D. 2005) Le terme comprend les investisseurs dont l'objectif de placement principal est lié aux critères ISR. La performance financière vient à posteriori dans le processus de sélection.

- L'ISR Broad ou large: ce terme couvre tous les autres investissements liés à l'ISR. Les investisseurs qui appartiennent à cette catégorie ont une approche beaucoup plus flexible du concept. Ils appliquent leurs critères ISR en lien avec des critères tels que les objectifs financiers dans une approche d'investissement intégrée. Le terme peut être lié à l'approche de Kinder (Kinder, P. D. 2005).

Dans l'ensemble, on peut conclure que le processus de définition de l'ISR a évolué au fil du temps, en partant d'une approche rigide et fondée sur la morale, dérivée de valeurs personnelles, à la définition actuelle du concept, beaucoup plus souple et capable d'être interprété de différentes manières. En termes plus généraux, le terme est passé d'une définition restrictive à large.

Sparkes rapporte ceci à l'intégration de l'ISR, (Sparkes, R. 2001) : le concept est devenu de plus en plus populaire et est passé du statut de marginal à une position dominante sur le marché. Hawken estime que la multitude de définition de l'ISR représente un problème potentiel pour l'industrie. Dans son étude, il constate que 90% des entreprises de l'indice Fortune 500 sont incluses dans les portefeuilles ISR, ce qui signifie que pratiquement toute entreprise publique peut être considérée comme qualifiée pour être incluse. À la lumière de ces informations, Hawken explique les éléments suivants concernant l'industrie de l'ISR en nous disant qu'il n'a aucune norme, aucune définition et aucun règlement autre que la réglementation financière (Hawken, P. 2004).

Pour Hawken quiconque peut étiqueter son fonds d'un label ISR et ainsi avoir un potentiel de commercialisation, Quand bien même qu'ils ne disposent même pas de valeurs éthiques sincères. Cela pourrait porter un grave préjudice pour la crédibilité du marché de l'ISR, d'ailleurs il pense que le terme ISR risque de devenir un terme sans signification (Hawken, P. 2004).

Au départ, le point de vue de Hawken semble un peu extrême, mais néanmoins ses résultats suscitent des inquiétudes: la définition de l'ISR est-elle trop large pour être adopté ? Et le concept va-t-il perdre sa signification à cause des investisseurs ayant peu ou pas d'intérêt éthique en entrant sur le marché? Pour bien comprendre le concept et les problèmes de terminologie, il est nécessaire d'étudier son environnement, soit l'éthique en général. Le chapitre suivant se concentrera sur cette question.

## 5.2 Le cadre éthique de l'ISR

L'éthique est un concept ou une philosophie qui sert de guide pour un comportement moralement respectable, c'est-à-dire agir de manière juste et équitable par rapport aux autres personnes et à la société. Le concept est très impalpable et peut être perçu subjectivement par les individus, selon leurs croyances et leurs valeurs personnelles. Par conséquent, il est notamment difficile d'en établir une perception générale, et les gens sont en désaccord sur l'éthique tous les jours. Il est cependant juste de dire que l'ensemble des lois dans chaque pays agissent en quelque sorte comme un code d'éthique général. Mais comme la loi change et évolue, l'éthique aussi. C'est un concept en constante évolution qui est défini par les opinions sociétales, et qui est affecté par des facteurs tels que les politiciens, les entreprises, les organisations institutionnelles ou non gouvernementales et la population en général.

L'éthique est également présente dans le monde des affaires, et est devenue un facteur omniprésent depuis l'émergence des deux termes; RSE et ISR. Ces philosophies ont été les pionnières en termes de reconnaissance de l'éthique des affaires et ont intégré le concept dans les sociétés du monde entier. Les deux termes sont étroitement liés, et on pourrait soutenir qu'ils sont en partie interdépendants: les investisseurs ISR recherchant des entreprises ayant de solides profils RSE, pour la composition de leur portefeuille (Visser, W., Matten, D., Pohl, M Tolhurst, N. 2010).

À l'inverse, les investisseurs exigent généralement un profil RSE solide par rapport aux sociétés présentes dans leur portefeuille et, dans de nombreux cas, ils cherchent activement à le renforcer. Si l'ISR n'était pas une considération importante des actionnaires des entreprises, la question de la RSE ne serait probablement pas prise au sérieux (Solomon, J. 2007).

La RSE est certainement une partie de préoccupations majeures de l'investisseur et constitue sans doute, une partie non négligeable de son cadre d'investissement. Définir le rôle de l'éthique par rapport à la RSE semble donc nécessaire pour déterminer la manière de comprendre le cadre éthique lié l'ISR.

Par conséquent, la partie suivante fournira une analyse du concept de RSE. Il faut toutefois reconnaître que ce sujet est au moins aussi large qui consiste à décrire et définir l'ISR, et ce

n'est pas dans le but de ce mémoire de fournir une définition complète de la RSE. (Compte tenu du volume du domaine d'étude, l'analyse de la RSE sera donc brève).

### 5.3 La responsabilité sociale des entreprises

Ce n'est que vers la fin des années 60, début des années 70 que le concept a commencé à prendre de l'importance auprès de l'opinion publique et des entreprises. À cette époque, de nombreux étudiants diplômés ont éprouvé une certaine hostilité envers le monde des affaires plutôt capitaliste et cette attention négative a conduit à un débat général sur la responsabilité sociale des entreprises et leurs obligations envers la société. Beaucoup de chercheurs sont entrés dans le débat avec des articles publiés et Milton Friedman a été le premier à apporter une contribution essentielle à son article maintenant classique de 1970.

Dans l'article, il affirme que les sociétés ont une et une seule responsabilité: Générer des bénéfices et augmenter la valeur pour les actionnaires conformément à la loi et aux coutumes éthiques. Il soutient que le comité de direction d'une société est employé par les actionnaires et, par conséquent, ils n'ont de comptes à rendre qu'à eux et non à la société. C'est une situation d'agent-principal, où les gestionnaires servent d'agents aux actionnaires, c'est-à-dire qu'ils doivent atteindre les objectifs fixés par les actionnaires. Si les actionnaires ont des objectifs de RSE, alors les gérants sont tenus d'intégrer ces objectifs aux opérations et à la stratégie de l'entreprise. Mais seulement lorsque les actionnaires le souhaitent, et non pas lorsque la société le demande. Friedman ne croit pas que les actionnaires préféreraient cela. Les partisans de la vision de Friedman pensent généralement que les politiques importantes de RSE entravent le libre-échange (Friedman, M. 1970).

L'article de Friedman a également engendré de nombreuses critiques à travers les années. L'un d'eux est Thomas Mulligan qui a critiqué Friedman dans son article de 1986 en déclarant que la fondation d'une société est basée sur les parties prenantes et non sur les actionnaires. Tous ceux qui ont une participation dans l'entreprise, par exemple employés, actionnaires, clients, fournisseurs, concurrents, politiciens, et d'autres, participent à la construction de la vision et de la mission de l'entreprise, par rapport à la taille de sa participation. Par conséquent, il soutient que si une entreprise opère avec des politiques de RSE, c'est parce que les principaux intervenants ont convenu de manière collaborative de laisser le comité de direction pratiquer cette politique (Mulligan, T. 1986).

Indépendamment du débat, il est vrai que le concept de RSE a évolué en incluant plus de facteurs que la simple responsabilité de la génération de profit.

Carroll a résumé le débat et a pris en compte toutes les opinions dans sa conceptualisation de la RSE. Son modèle a divisé la RSE en quatre domaines dans lesquels une société a des responsabilités: économique, juridique, éthique et philanthropique (Carroll, A, B. 1979).

Les différentes responsabilités d'une entreprise peuvent être catégorisées dans l'un de ces domaines. Ils sont classés dans l'ordre mentionné par le niveau de responsabilité que l'entreprise veut leur attribuer. Carroll a défini cela comme la pyramide de la RSE, en partant du postulat que l'aspect philanthropique comme étant le moins important. Alors que les catégories économiques et juridiques sont relativement simples, les deux autres sont moins tangibles et plus intéressantes dans ce contexte (Carroll, A, B. 1991). Carroll fournit les définitions suivantes:

- La responsabilité éthique: Être éthique équivaut à l'obligation de faire ce qui est juste et équitable.
- La responsabilité philanthropique: être un bon collaborateur d'entreprise en contribuant à la communauté et améliorer la qualité de vie.

En 2002, Carroll a mis à jour le modèle avec Schwartz, ce qui a entraîné une élimination de la catégorie philanthropique qui a été implémentée respectivement dans les catégories économiques et éthiques. La pyramide hiérarchique a également été éliminée, car les auteurs ont reconnu qu'aucune des catégories n'est plus importante ou significative que les autres (Schwartz, M, S. Carroll, A, B. 2003)

Carroll est mentionné comme l'un des chercheurs les plus prestigieux dans cette discipline. Ainsi, les articles de Carroll indiquent clairement que l'éthique représente une partie essentielle du profil de la RSE d'une entreprise et qu'il faut accorder autant d'attention au point de vue économique que juridique afin d'avoir une bonne politique RSE (Garriga, E. Melé, D. 2004).

Un processus plus complexe existe, il consiste à déterminer comment les entreprises adoptent une certaine éthique responsable. Comme mentionné précédemment, le concept d'éthique est très large et peut être perçu de différentes façons. Le débat sur le comportement éthique

est probablement sans fin, et c'est un sujet sur lequel il est difficile de tirer des conclusions. Garriga et Melé ont réalisé une étude très complète de la RSE dans laquelle ils rassemblent les théories et les approches les plus pertinentes de la RSE et les classent dans un cadre. Ils sont arrivés à la conclusion qu'il y a quatre groupements de théories: économiques, politiques, sociales et éthiques (Garriga, E. Melé, D. 2004)

Le premier et le dernier sont pertinents dans ce mémoire (l'éthique et la responsabilité sociale sont traitées de façon interchangeable). Garriga et Melé présentent quatre approches générales attachées à chacune de ces deux théories, comme le montre le tableau suivant :

Le groupement des théories RSE (intégratives et éthiques).

Types of theories	Approaches	Short description
Integrative theories (focusing on the integration of social demands)	Issues management	The processes of identifying, evaluating and responding to social and political issues.
	Public responsibility	Behaving according to law and general public policy.
	Stakeholder management	Behaving according to the interests of the stakeholders.
	Corporate social performance	Being socially responsible. Mainly an integration of the above theories.
Ethical theories (focusing on the right thing to achieve a good society)	Stakeholder normative theory	Basically the same as 'stakeholder management' but with focus on ethics and moral.
	Universal rights	Focusing on human rights, labor rights and the environment.
	Sustainable development	Processes focused on achieving human development now and in the future.
	The common good	Contributing to the common good of society.

3

Le tableau montre qu'il existe plusieurs approches différentes, qu'une entreprise peut utiliser pour renforcer et maintenir une perspective éthique correspondant à son profil RSE. Dans

---

<sup>3</sup> Image récupérée de  Garriga, E., & Melé, D. (2004). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics*, 53, 51-71. Doi: 10.1023/B:BUSI.0000039399.90587.34

chaque approche, il existe en outre de nombreuses questions éthiques spécifiques sur lesquelles l'entreprise peut se concentrer.

Par exemple, contribuer au bien commun de la société peut se faire de plusieurs manières (charité, énergie verte, développement communautaire, etc.). Avec un cadre de travail aussi important pour opérer au sein des entreprises dites RSE, le tableau nous montre qu'il est complexe de définir et de délimiter l'éthique de la RSE et, en fin de compte, de l'ISR. Une initiative visant à cartographier le cadre de l'éthique dans le milieu des entreprises a été mise en œuvre en 2000 avec le pacte mondial des Nations Unies. Il s'agit d'un ensemble de 10 principes qui sont destinés à servir de lignes directrices pour le comportement à adopter de la part des entreprises à travers le monde. Les principes se concentrent sur quatre domaines: les droits de l'homme, le travail, l'environnement et la lutte contre la corruption. Une entreprise, qui déclare son adhésion à ces principes se doit donc de mettre l'accent sur ces domaines dans ses objectifs et ses actions.

Toutefois, le pacte mondial de l'ONU ne sert pas d'instrument de réglementation et l'engagement des entreprises qui soutiennent l'initiative, n'est pas évalué ou contrôlé. De plus, les principes sont relativement vagues dans leurs définitions, ce qui signifie que les entreprises elles-mêmes peuvent déterminer à quel point elles sont strictes. Le pacte mondial des Nations Unies ne constitue donc qu'une étape vers l'établissement du cadre de l'éthique pour la RSE et l'ISR. Pour obtenir une plus grande précision sur le sujet, la partie suivante visera à définir comment l'ISR fonctionne dans la pratique en examinant les critères de sélection fréquemment utilisés dans le processus de sélection des titres.

## 5.4 L'ISR en pratique

Afin de créer un portefeuille ISR, les fonds doivent limiter leur périmètre d'investissement et pour détenir des actions provenant de sociétés qui répondent à certains critères qui sont fixés par le fonds et qui se situent dans le cadre éthique commun de l'ISR. Cela se fait en appliquant différents processus de sélection lors de la composition du portefeuille d'actions. Les processus de filtrages les plus souvent utilisés par les fonds ISR sont décrits ci-dessous.

### 5.4.1 Le screening négatif

Le processus négatif est la méthode de filtrage la plus ancienne, datant du 18<sup>ème</sup> siècle. En général, c'est une méthode d'exclusion où les entreprises exclues du périmètre d'investissement, le sont car jugées non éthiques et non socialement irresponsables. Dans le passé, les actifs de ces sociétés s'appelaient des parts d'actifs impurs, car les fonds s'apparentant à l'ISR appartenaient aux églises, ce qui en a fait des investissements éthiques. Si les produits ou les opérations d'une entreprise étaient en contradiction avec les opinions religieuses de l'église, investir dans cette société était considéré comme un péché, d'où le nom (Johnsen, D. B. 2003).

Aujourd'hui, la grande majorité des fonds ISR appliquent un ensemble de critères éthiques différents que les entreprises susceptibles d'être incluses dans le portefeuille doivent respecter. Dans le processus de sélection, toutes les sociétés potentielles sont analysées en fonction de chaque critère. Les entreprises qui se révèleraient ne pas satisfaire aux critères négatifs sont exclues de l'univers d'investissement du fonds.

Les actifs impurs comportent généralement des sociétés liées aux industries suivantes: l'alcool, le tabac, le jeu, la pornographie ou la défense et l'arme. Les critères des actions impures sont généralement axés sur les produits des entreprises. Les entreprises pêcheresses sont celles qui possèdent des produits, jugés non licites selon les croyances religieuses ou des produits qui causent des dommages aux humains. Par la suite, une nouvelle forme de filtrage négatif a émergé aux États-Unis durant les années 1960, où des débats publics massifs sur la guerre du Vietnam, les droits civils, les droits des femmes et les problèmes environnementaux étaient à leur paroxysme (Johnsen, D. B. 2003).

Cela a conduit à une plus large gamme de critères, qui ne se concentrent pas uniquement sur les produits des entreprises. A présent, le comportement global de l'entreprise est pris en considération, qu'il s'agisse de la gestion courante de l'entreprise, de ses convictions politiques et / ou morales, de son comportement vis-à-vis des parties prenantes ou de sa contribution à la société. Dans l'ensemble, les critères de sélection sont devenus plus dynamiques et évoluent fréquemment. Des événements comme le régime de l'Apartheid et le scandale Enron ont aussi contribué à avoir un impact important sur ces critères.

Certains fonds élargissent le processus de filtrage négatif en exerçant un examen de sélection de deuxième niveau. Cela signifie que non seulement les entreprises qui répondent aux critères de sélection négatifs initiaux, sont exclues, mais aussi les entreprises qui ont des relations commerciales avec eux. A titre d'exemple un producteur qui vend des machines à une entreprise de tabac ou une entreprise de fabrication de bouteille qui délivre des bouteilles à une entreprise d'alcool. Il s'agit d'un processus de sélection qui devrait être appliqué très attentivement, car il pourrait bien éliminer l'ensemble de l'univers de l'investissement. Généralement, la relation entre la société non éthique et la société de deuxième niveau doit être très forte, pour que celle-ci soit être exclue.

Le tableau suivant présente les critères de filtrage négatifs les plus couramment utilisés.

Alcool	Tabac
Jeux de hasard	Pornographie
Régimes dictatoriaux	Pollution
Force nucléaire	Violations de la santé et de la sécurité
Armes	Testes sur les animaux
Non respects des droits humains et du travail	Fraude et corruption

Tableau : critères de sélection négatifs.

Le processus de filtrage négatif a fait l'objet de critiques en raison de sa nature à éviter les problèmes. Johnsen soutient que ce comportement ne punit pas ou ne supprime pas les entreprises non éthiques, puisque d'autres fonds qui ne pratiquent pas l'ISR seront heureux de placer leur argent dans ces entreprises (Johnsen, D. B. 2003).

#### 5.4.2 Screening positif

Le processus de sélection positif est axé sur l'inclusion des actifs dans le portefeuille ISR, et c'est donc l'équivalent du filtrage négatif. Les entreprises qui ont le potentiel d'être inclus dans

le portefeuille doivent remplir les critères positifs établis par le fonds, afin d'être inclus dans l'univers de l'investissement.

Ce processus de sélection impose un engagement plus grand aux entreprises présentes dans le portefeuille, car elles doivent être proactives dans leur comportement éthique et ne pas seulement éviter les comportements non éthiques, comme l'exige le filtrage négatif. Elles doivent entreprendre des actions éthiques spécifiques et tenir leurs engagements.

Les opérations doivent être pertinentes pour être incluses. Les critères positifs peuvent varier considérablement et sont généralement répartis dans toutes les activités de l'entreprise. Bien que ce processus de sélection soit peut-être plus éthique que le processus négatif (et en particulier les deux combinés), il crée potentiellement de grandes limites au niveau de l'univers d'investissement, en fonction de la rigueur et de la classification numérique des critères positifs fixés par le fonds. La gamme de critères positifs est large, mais il semble exister une tendance à mettre l'accent sur les problèmes ESG (Hofmann, E. Penz, E. Kirchler, E. 2009). Les critères positifs qui semblent être les plus communément utilisés sont présentés dans le tableau suivant.

#### 5.4.3 Critères de sélection positifs

Produits biologiques et médicaments
Anti-corruption
Healthcare
Développement communautaire
Protection de l'environnement
Soutien aux droits de l'homme et au travail
Gouvernement d'entreprise

4

#### 5.4.4 Screening Best in class

Ce processus est une méthode plus alternative qui s'est révélée populaire en Scandinavie et en Europe continentale. Il confronte les philosophies conservatrices (en particulier le

<sup>4</sup> Tableau créé sur base de Hofmann, E., Penz, E., & Kirchler, E. (2009). The 'Whys' and 'Hows' of ethical investment: Understanding an early-stage market through an explorative approach. *Journal of Financial Services Marketing*, 14 (2), 102-117. Doi:10.1057/fsm.2009.7

processus de sélection négatif), puisqu'il n'exclut pas immédiatement une catégorie d'industrie ou l'autre immédiatement, et ne les juge pas bonnes ou mauvaises. Si l'on utilise cette méthode, on peut en principe investir dans tous les secteurs du marché et même l'industrie du tabac parce que la philosophie de la méthode se concentre ailleurs.

Les fonds ISR utilisant l'approche best in class, analysent toutes les entreprises potentielles au sein d'une industrie en fonction de critères ISR spécifiques, puis choisissent les entreprises, affichant les meilleurs comportements, lorsqu'elles sont évaluées par rapport aux autres. Par conséquent, le fonds finit par identifier les entreprises les plus éthiques dans chaque secteur. L'approche best in class classe reconnaît qu'une entreprise est capable d'être socialement responsable, même si elle opère dans une industrie contraire à l'éthique. Une entreprise de tabac peut, par exemple, faire de la charité ou soutenir les droits du travail. La sélection des entreprises best in class dépend des critères de l'ISR que le fonds applique dans son processus de sélection.

La philosophie qui se cache derrière cette approche est que les entreprises les plus éthiques dans chaque industrie sont récompensées pour leurs actions. Cela devrait encourager les autres entreprises de l'industrie à s'efforcer d'adopter un comportement similaire, et par conséquent, à renforcer leur profil RSE et ESG. L'approche best in class peut se retrouver sous le feu des critiques en raison de son inclusion de sociétés d'industries qui sont qualifiées de contraire à l'éthique. D'autre part, il est jugé attrayant pour les investisseurs ISR en raison de l'accessibilité du marché de l'investissement plus vaste, ce qui signifie qu'il est plus facile d'effectuer une diversification des risques.

#### 5.4.5 L'activisme des actionnaires

L'activisme des actionnaires est une méthode qui peut être abordée différemment. En général, cela signifie que l'actionnaire va utiliser son pouvoir pour influencer l'entreprise d'une certaine manière. Le niveau d'influence est déterminé par le montant des actions détenues dans la société et les droits de vote correspondants. Un fonds ISR utilise cette influence pour faire respecter un comportement éthique dans les sociétés incluses dans son portefeuille. Ils cherchent activement sur le marché les entreprises les moins respectueuses de ces critères, y compris les entreprises qui pratiquent l'irresponsabilité sociale, puis tentent de les convertir en les faisant adhérer à leurs politiques et en mettant en œuvre certaines valeurs éthiques.

Cette méthode nécessite habituellement de grandes ressources afin d'avoir une influence significative sur l'entreprise et, par conséquent, elle est principalement appliquée par les investisseurs institutionnels et les fonds.

Les techniques d'influence de l'entreprise sont diverses et vont des approches passives à agressives. Certains fonds prennent un rôle de lobbyiste. Ils tentent d'avoir un dialogue constructif avec l'entreprise lors des assemblées générales annuelles et à d'autres événements, afin de leurs faire part des problèmes clés. Certains ont une attitude plus agressive au niveau de l'approche, en menaçant de liquider les actifs de ladite entreprise de leur portefeuille, au cas où la direction de l'entreprise n'est pas disposée à répondre aux préoccupations éthiques du fonds. Les autres fonds exercent une influence plus directe en utilisant leurs droits de vote pour participer à des votes par procuration lors des assemblées générales des actionnaires, et ainsi faire respecter leurs objectifs. Une approche encore plus agressive est l'approche de confrontation (McLachlan, J. Gardner, J. 2004).

Contrairement aux autres techniques, cela ne nécessite pas une quantité substantielle d'actions détenues dans l'entreprise. En fait, l'investisseur ne doit pas avoir trop de ressources financières dans l'entreprise lors de l'utilisation de cette stratégie. L'approche de confrontation est une tentative qui a pour but d'embarrasser l'entreprise en public et de créer ainsi une énorme aversion vis-à-vis de l'entreprise et de ses activités qui, en fin de compte, devrait entraîner l'entreprise à adopter la position souhaitée par l'investisseur.

L'activisme des actionnaires semble être très idéaliste, car le fonds ISR tente activement d'améliorer les mauvaises élèves sur le marché et de renforcer leurs valeurs éthiques, ce qui leur fait faire quelque chose de bien précis. Par rapport à un filtrage négatif, où les mauvaises entreprises sont simplement évitées, cette méthode semble plus éthique. En revanche, l'activisme des actionnaires peut être à la fois long et coûteux, ce qui explique peut-être pourquoi la méthode n'est pas très utilisée.

#### 5.4.6 Alternatives en terme de screening

Au fil du temps, plusieurs méthodes de sélection plus spécifiques et plus restrictives que celles mentionnées ci-dessus ont été développées. Il s'agit notamment du filtrage pour les entreprises qui s'engagent dans la croissance durable, la technologie environnementale, le

soutien de la charité, le développement communautaire et la microfinance. Les différentes méthodes ne seront pas examinées plus en détail dans ce mémoire, mais les nombreuses méthodes de sélection appuient l'impression d'un cadre éthique très important et très large pour les fonds ISR.

## 5.5 Le marché de L'ISR

Ce chapitre se concentre sur le développement historique de l'ISR et évalue la situation actuelle du marché. A travers à un examen chronologique, l'origine et le développement du marché de l'ISR sont décrits. Cela conduit à l'examen ultérieur du marché, qui comprend des descriptions détaillées du marché de l'ISR respectivement aux États-Unis, en Europe et en Belgique. Ce chapitre mettra en évidence le domaine d'étude et démontrera la pertinence et la rapidité d'analyse de l'ISR. Il convient également d'illustrer comment la modification de la perception et de la définition de l'ISR a affecté le marché de l'ISR.

## 5.6 L'histoire de l'ISR

L'attention portée aux préoccupations sociales et environnementales dans les entreprises est considérée comme aussi ancienne que la civilisation elle-même. Vers 1700 av. J.-C., le roi Hammourabi de Babylone a introduit un code qui stipule que les constructeurs d'édifices et les agriculteurs devaient en payer de leur vie, si leur négligence avait causé la mort d'autres citoyens. Dans la Rome antique, les entreprises locales hésitaient à payer des taxes qui visaient à financer des campagnes militaires, tandis qu'en 1622, les actionnaires de la compagnie néerlandaise des Indes orientales ont déposé une plainte contre le secret de gestion et l'enrichissement personnel (Dhar, S. Dhar, U. Jain, K, R 2009).

De plus, les préoccupations environnementales ont également joué un rôle important vis à vis de la société, car les lois visant à protéger les forêts et la nature remontent à près de 5000 ans. Certains de ces premiers éléments pourraient avoir inspiré d'autres à fusionner l'éthique avec les investissements. Les premiers signes de l'ISR que nous connaissons aujourd'hui remontent au 18ème siècle. John Wesley a dans *The Use of Money* (1760) réfléchi à l'importance de l'utilisation de l'argent de manière productive, pour lui la faute ne réside pas dans l'argent, mais à ces tributaires, à ceux qui l'utilisent à mauvais escient (Dhar, S. Dhar, U. Jain, K, R 2009).

D'un point de vue historique, les pensées et les théories de John Wesley étaient bien en avance sur leur temps et sont considérées comme faisant partie des premiers écrits de littérature qui soulignent l'importance de l'éthique dans le monde des affaires.

Après l'industrialisation, l'accent mis sur la RSE a augmenté et, en 1928, le premier fonds d'investissement utilisant le filtrage éthique, The Pioneer Fund, a été formé (Cory, J. 2004). La raison de son origine était religieuse, car le fond a été créé pour répondre aux besoins des investisseurs de l'église qui ne voulaient pas investir dans les « actions du péché ». Le Fonds Pioneer existe toujours et est le troisième fonds commun de placement le plus ancien aux États-Unis.

Au cours du 20ème siècle, l'accent mis sur l'ISR n'a pas changé, jusqu'à ce qu'il connaisse une percée majeure en 1971. La population américaine était de plus en plus insatisfaite de l'implication du pays dans la guerre du Vietnam et parallèlement à cela une coalition fut créée en 1970, l'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR). L'ICCR était une coalition de près de 300 groupes d'investisseurs religieux qui parrainaient les recommandations des actionnaires sur les questions sociales. À la suite de ces événements, le Fond Pax World Fund a décidé de proposer des options d'investissement qui ne comprenaient pas les entreprises impliquées dans la guerre du Vietnam. Ce fut le premier fonds à mettre en œuvre des préoccupations éthiques qui ne portaient pas seulement sur les produits de l'entreprise (Cory, J. 2004).

Au cours de la décennie suivante, l'ISR a plus que jamais attiré l'attention. En 1972, le Fond « Dreyfus Third Century Fund » a élaboré le premier fonds d'investissement avec une orientation sociale officielle et, l'année suivante, la première banque de développement communautaire, la « South Shore Bank », a été créée. La banque a été la première à se concentrer sur l'amélioration de la santé économique de la communauté locale. Cette banque a été innovante, car elle a combiné les préoccupations éthiques et financières de leurs clients privés et des entreprises (Sparkes, R. 2002).

Jusqu'à là, les États-Unis avaient été les seuls innovateurs en terme d'action orienté ISR, mais au début des années 1980, l'intérêt du Royaume-Uni l'a conduit à l'introduction de son premier fonds ISR, l'Abbey Ethical Fund and Friends Provident Stewardship Fund. Il s'agissait de répondre à la demande accrue de l'ISR au Royaume-Uni (Sparkes, R. 2002).

La percée de l'ISR est principalement dûe à l'aversion du public durant les années 70 à la guerre du Vietnam. Dans les années 80, l'ISR a acquis une attention mondiale, l'opposition croissante contre le régime d'apartheid de l'Afrique du Sud augmentant l'intérêt d'investir de manière éthique. De 1984 à 1986, les investissements de l'ISR se sont multipliés par 10 passant de 40 à 400 milliards de dollars (Sparkes, R. 2002).

Cette explosion soudaine dans l'intérêt de l'ISR a poussé les institutions à structurer le marché. Au milieu des années 90, le service de recherche sur l'investissement éthique (EIRIS) a été créé par des amateurs de l'ISR qui voulaient qu'il y ait une recherche professionnelle sur les activités et le comportement des entreprises. Peu de temps après, le forum de l'investissement social (SIF) est apparu. Le SIF fournit diverses recherches et outils pour aider les investisseurs et les institutions sociales à identifier leurs investissements. Ces deux organisations ont fait une différence en ce qui concerne la collecte d'informations pour l'investisseur social, et grâce à cela le marché a commencé à prendre forme. Jusque là, le marché de l'ISR avait été dominé par la résistance du public à des problèmes politiques comme la guerre du Vietnam et le régime d'apartheid en Afrique du Sud (Sparkes, R. 2002).

Mais à la fin des années 80, le marché a développé des approches supplémentaires. La prise en compte de l'environnement a considérablement augmenté en raison de catastrophes environnementales telles que l'accident de Tchernobyl en 1986 et le déversement de pétrole du super navire Exxon Valdez en 1989. Cela a affecté les fonds ISR, qui se sont concentrés sur des stratégies de sélection négatives qui excluaient les sociétés non-environnementales (Sparkes, R. 2002).

Au début des années 1990, l'ISR est devenu plus accessible au public avec l'introduction d'indices sociaux et des ETF. Le premier indice ISR, le Domini 400 a été créé en mai 1990 au Royaume-Uni. L'indice a été créé pour suivre un segment d'entreprises que l'investisseur social trouvait attrayant. L'indice est rapidement devenu extrêmement populaire et aujourd'hui, il existe un grand nombre d'indices sociaux différents et des ETF sur les bourses mondiales (Sparkes, R. 2002).

Les années 1990 ont également été une décennie où le partage des connaissances ISR devenait de plus en plus important pour les investisseurs. En 1995, l'UK Social Investment Forum (UKSIF) a été créé en tant que partenaire britannique du SIF des États-Unis.

Cela a joué un rôle déterminant dans la mise en place de la législation des fonds de pension à la fin des années 90, lorsque le ministre britannique des régimes de retraite a annoncé une proposition pour que tous les fonds de pension incorporent les problèmes de l'ISR dans leurs décisions d'investissement. La loi a finalement été lancée en 1999, et peu de temps après, la majorité des pays européens copieront l'initiative. Cela a abouti à la fondation du Forum européen d'investissement social (Eurosif) en 2001.

À la fin des années 1990, la sensibilisation à l'augmentation des émissions de gaz à effet de serre a également été observée. En 1997, le traité de Kyoto a été adopté par 37 pays, ce qui les a engagés à réduire leurs débits de 4 types de gaz à effet de serre. Par conséquent, les industries qui produisaient ces gaz sont devenues contraires à l'éthique. Parallèlement, la responsabilité sociale des compagnies pétrolières et d'autres ont été remises en doute, car leurs investisseurs institutionnels ont exigé une plus grande transparence des entreprises dans leur gestion. Bien que le développement ait été lancé depuis la fin des années 1980, la quantité de fonds communs de placement qui a investi dans les actions ISR a été doublée tous les trois ans de 1987 à 1999 (Sparkes, R. 2002).

Au début des années 2000, les investisseurs se sont concentrés sur les compagnies d'assurance orientées ISE. Surtout après l'éclatement du scandale d'Enron, les investisseurs ISR ont exprimé leur souhait d'une législation visant à améliorer la transparence du marché et à éviter que les entreprises ne commettent les mêmes erreurs à nouveau. L'Association of British Insurers (ABI) a publié des lignes directrices vis-à-vis de l'ISR en 2002 pour assurer une gestion globale des problèmes juridiques dans les sociétés.

Bien que l'ISR se soit développé rapidement depuis le début des années 1970, il est clair que les préoccupations éthiques des investisseurs dépendent de ce qui se passe dans le monde. Les questions actuelles telles que la guerre en Irak, en Afghanistan et plus récemment en Syrie, la crise financière et les changements climatiques ont considérablement influencé la conscience des individus vis à vis de l'ISR au cours de la dernière décennie.

## 6 Analyse du marché de l'ISR

Maintenant qu'un aperçu historique de la pratique de SRI a été établi, il est temps d'examiner le marché actuel de l'ISR. Cette partie décrit le développement et le statut empirique récent du marché de l'ISR, et s'efforce d'étayer la pertinence de l'ISR. La partie est scindée en 2: Les marchés internationaux et le marché belge de l'ISR. Le marché belge de l'ISR est analysé pour comparer son développement et sa situation actuelle avec les marchés internationaux. Ce faisant, nous pouvons justifier le fait de se concentrer sur ce marché dans ce mémoire.

L'examen des marchés internationaux couvre le marché américain et le marché européen. Ce sont les marchés importants à analyser car ils sont les plus importants du monde, et aussi parce que les États-Unis ont été les pionniers du concept de l'ISR. L'examen est basé sur le rapport 2016 de l'Eurosif, sur le rapport du GSIA de 2016, sur le rapport américain de l'US SIF de 2016 et enfin sur le rapport de l'US SIF de 2010 le dernier n'étant pas disponible.

### 6.1 Le marché américain de l'ISR

Les investisseurs américains ont été les pionniers de l'ISR et du développement d'un marché pour ces investissements. Aujourd'hui, ils peuvent se vanter d'être le plus grand marché de l'ISR en termes d'actifs sous gestion. En outre, le marché US a continué de croître à un rythme plus rapide que ses homologues conventionnels au cours de ces dernières années.

Au début de 2016, les actifs gérés par des professionnels qui sont utilisés dans les stratégies ISR ont affiché 8,01 milliards de dollars, ce qui représente une augmentation de près de 1000% depuis 1995 (US SIF, 2016). A titre comparatif, au cours de la période allant de 1995 à 2010, l'ensemble des actifs sous gestion professionnelle a augmenté de seulement 260%, soit de 7000 milliards de dollars à 25200 milliards de dollars (US SIF, 2010). Près de 12% des actifs totaux sous gestion aux États-Unis sont sujets aux stratégies ISR (US SIF, 2010). Le rapport annuel du SIF souligne également que lors de la récente crise financière de 2007 à 2010, les actifs gérés par des professionnels sont restés à peu près au même niveau, tandis que les actifs basés sur l'ISR ont connu une croissance constante.

Le nombre de fonds qui fonctionnent avec une stratégie ISR a explosé récemment. De 2007 à 2016, le nombre de fonds est passé de 260 en 2007 à 493 en 2010 pour atteindre 1002 fonds

en 2016, soit une croissance de 285,38% (US SIF, 2016). Ces fonds comprennent des fonds communs de placement, des fonds de rentes, des fonds fermés et des fonds alternatifs.

Le rapport SIF identifie que les fonds ISR utilisent l'une des trois stratégies ci-dessous:

1. L'incorporation des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans l'analyse des investissements et la construction de portefeuille.
2. Le dépôt ou le co-parrainage des résolutions des actionnaires sur les questions de l'ESG
3. Dépôts ou placements dans des banques, des coopératives de crédits, des fonds de capital-risque et des fonds de prêts qui ont une mission spécifique d'investissement communautaire.

Le tableau suivant nous montre le développement des actifs sous gestion à travers trois stratégies différentes.

<i>In Billions \$</i>	<b>1995</b>	<b>1997</b>	<b>1999</b>	<b>2001</b>	<b>2003</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>	<b>2010</b>
ESG Incorporation	162	529	1497	2010	2143	1685	2098	2512
Shareholder Activism	473	736	922	897	448	703	739	1497
Community Investing	4	4	5	8	14	20	25	42
Overlapping Strategies	0	-84	-265	-592	-441	-117	-151	-981
<i>Total</i>	<i>639</i>	<i>1185</i>	<i>2159</i>	<i>2323</i>	<i>2164</i>	<i>2291</i>	<i>2711</i>	<i>3070</i>

<sup>5</sup>

La catégorie intitulée « overlapping strategies » se réfère à des stratégies classées dans plus d'un des 3 stratégies. Par conséquent ; il ajuste la valeur totale des actifs sous gestion pour les nombres qui sont inclus 2 fois. L'augmentation négative de cette catégorie suggère donc que les 3 définitions des stratégies ISR sont peut-être trop larges.

L'ESG Incorporation détient de loin les plus importantes participations tandis que le shareholder a plus que doublé ses actifs de 2007 à 2010. Le community investing détient quant à lui une part mineure de l'actif total, seulement 1,3% de l'actif total.

---

<sup>5</sup> Image récupérée le 17 mai 2017 de US SIF, (2010). Annual Sustainability & Financial Report. Récupéré le 17 mai 2017 de [http://www.ussif.org/files/Publications/SIF\\_2011AnnualReport\\_F.pdf](http://www.ussif.org/files/Publications/SIF_2011AnnualReport_F.pdf)

## 6.2 Le marché européen de l'ISR

Bien que l'Europe n'ait pas participé pleinement à l'ISR avant 1980-1990, la croissance du marché a été massive depuis lors, et aujourd'hui le marché européen de l'ISR est encore plus grand que le marché américain. Au début de 2016, la part totale d'investissement SRI totale était à hauteur de 52,9% en faveur de l'Europe par rapport au total mondial (GSIA, 2016).

Tout comme aux États-Unis, l'ISR a augmenté extraordinairement au cours des dernières années en Europe et a connu une croissance significativement plus élevée que les classes d'actifs classiques.

Dans le rapport 2016 d'Eurosif qui fournit des faits et des chiffres pour cette revue, et écrit dit que le marché européen de l'ISR se compose des 16 pays leaders dans ce secteur. L'Eurosif a divisé le concept d'ISR en deux termes afin de saisir la diversité du marché : le Core ISR et Broad SRI comme nous l'avons abordé dans le précédent chapitre.

Pour analyser les chiffres du rapport de l'Eurosif, il est nécessaire de bien comprendre ces deux termes que nous avons défini au préalable.

La figure reprise dans l'annexe 4 illustre le développement des actifs sous gestions totale dans le marché européen de l'ISR, divisé en Core ISR et Broad ISR (Voir annexe 4 : Développement des actifs sous gestions sur le marché européen de l'ISR).

En outre, les investissements globaux en terme d'ISR continuent à croître ces dernières années. Si l'on se base sur le tableau suivant (Voir annexe 5 : croissance des actifs globaux ISR) on peut voir que l'Europe détient le plus de d'actifs ISR avec plus de 12,04 milliards de dollars pour l'année 2016 avec un taux de croissance de 11,7% sur la période de 2014 à 2016, si l'on compare sa croissance à celle des autres pays repris dans le tableau il est évident que l'Europe ne fait pas partie des zones ayant un taux de croissance le plus élevé, ce qui peut s'expliquer par ses investissements considérables faits par le passé.

## 6.3 Le marché belge de l'ISR

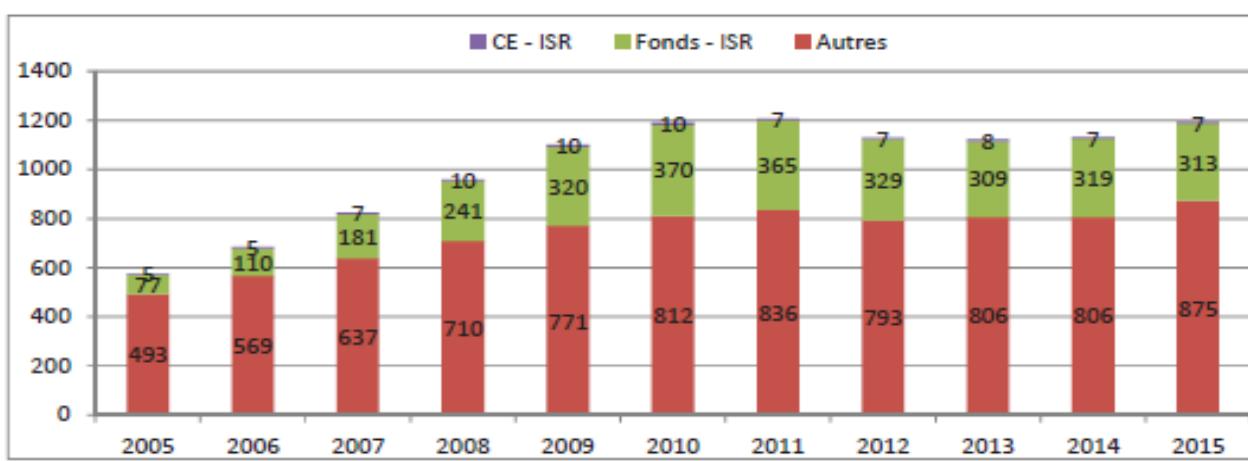
Dans cette partie nous faisons une analyse du marché belge sur base du rapport de Financité de 2016. En effet celui-ci semble être le plus pertinent.

Tout d'abord pour l'année 2015, les montants investis dans l'ISR sont en augmentation pour atteindre 14,28 milliards d'euros, c'est à dire une hausse de 210 millions d'euros par rapport à l'année précédente. Par contre la part de marché attribué à l'ISR a diminuée. Pour l'année 2015 celle-ci atteint 2,4% contre 2,6% pour l'année 2014 ce qui représente une baisse de 0,2 % (Voir annexe 6 : évolution des parts de marché 2005-2015 (hors investissement direct)).

Quant aux acteurs présents sur les fonds ISR, Candriam passe devant la KBC qui a été leader sur le marché pendant 8 années Candriam détient en 2015 24 % des parts de marché, la KBC détient quant à elle 17% et Bnp Paribas Fortis se retrouve 3<sup>ème</sup> avec 16% (Voir annexe 6 : Part de marché de l'ISR marché belge) (Bayot, B. Cayrol, A. Marchand, A. Verdonck, V. 2016).

Au niveau de l'offre de produits il y a 3 grandes familles qui sont analysés dans ce rapport : les fonds et organismes de placement collectif (OPC), les comptes d'épargne (CE-ISR) et les autres types d'épargnes qui répondent aux critères de sélections de l'ISR. Celle-ci se dévisent en trois sous-catégories qui sont reprises dans le tableau ci-dessous (Voir annexe 7 : catégorie de l'offre ISR).

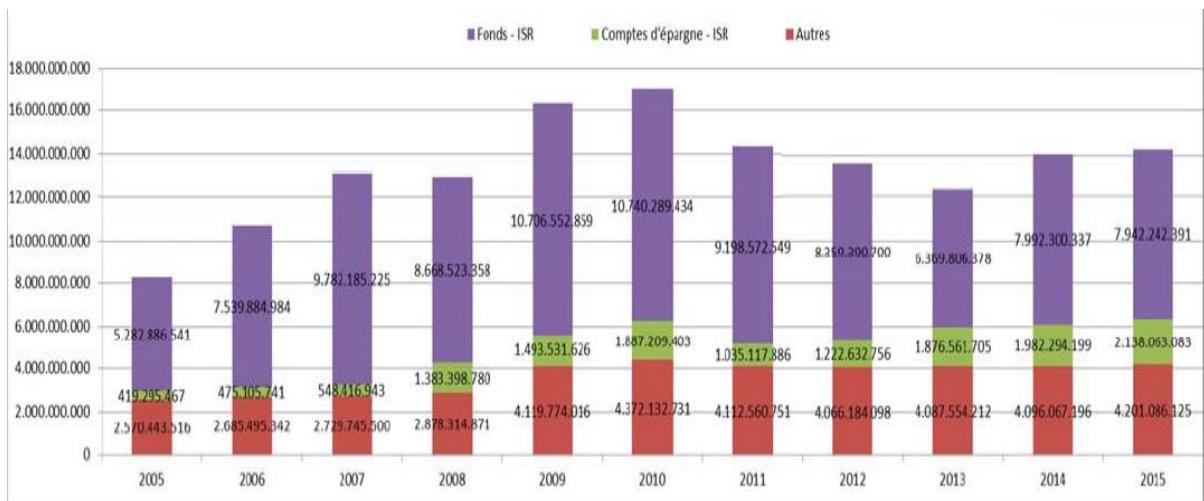
<sup>6</sup>L'offre disponible totale en Belgique est composée de 1195 produits socialement responsables fin 2015. D'après la classification présentée qui est reprise dans le paragraphe précédent nous pouvons observer qu'ils sont répartis comme ceci : 7 comptes d'épargne ISR, 313 fonds ISR, et 875 « autres types d'épargnes ». Si l'on compare ces chiffres à ceux de l'année précédente nous constatons qu'il n'y a que très peu de changements.



<sup>6</sup> Image récupérée le 17 mai 2017 de L'investissement socialement responsable, Réseau Financié (2016).

On remarque que l'offre « d'autres type d'épargnes » est celle qui comporte le plus de produits. Cependant il est important de mettre cela en perspective car il est important d'analyser les montants investis dans ces différents types de produits Bayot, B. Cayrol, A. Marchand, A. Verdonck, V. (2016).

Pour ce qui est de l'encours des fonds ISR à la fin de l'année 2015 que l'on peut observer dans le tableau suivant, il est de 7,94 milliards d'euros. La tendance globale observée pour les parts de marché confirme une tendance à la baisse pour les fonds ISR ; cette baisse est principalement expliquée par la diminution des encours de 5 des principaux acteurs belges de ce marché, KBC -1,76 milliards d'euros, Petercam – 287 millions, ING IM – 111 millions, Triodos – 75 millions et Ethias – 55 millions.



7

## 6.4 Les facteurs de décisions influencent le choix d'investissement dans les produits ISR

Dans cette partie, nous identifions et cherchons des qui peuvent influencer la décision d'investissement dans les produits socialement responsable à travers plusieurs théories émanant de revues de littératures sur le sujet. Il est aussi important de préciser que nous faisons référence aux produits d'investissement responsable de la 2<sup>ème</sup> catégorie, c'est-à-dire les fonds.

<sup>7</sup> Image récupéré le 17 mai 2017 de Bayot, B. Cayrol, A. Marchand, A. Verdonck, V. (2016). L'investissement socialement responsable, Financité. Récupéré le 17 mai 2017 de <https://www.financite.be/fr/reference/linvestissement-socialement-responsable-2016-rapport-complet>

Concrètement, chacune des parties est dédiée à un facteur qui peut avoir un impact sur le comportement d'investissement. Cette partie est de ce fait subdivisée en 3 parties. Tout d'abord nous développerons l'affinité entre l'attitude et les différents comportements de type social et l'investissement ISR. Ensuite nous allons aborder le lien entre l'ISR et les performances sur les marchés et les risques attribués à ces placements, et pour finir nous allons déterminer dans quelle mesure le profil d'investisseur peut avoir un impact sur le choix d'investissement.

### 6.4.1 L'affinité et les différents comportements

Nous pouvons constater qu'il est communément admis que le comportement de l'individu peut être en théorie prédict par les diverses attitudes qu'il entreprend (Samarasinghe, 2015). Cependant, la littérature scientifique met en exergue le fait que le lien entre l'attitude sociale et le comportement social indiqué par le processus décisionnel d'investissement dans les produits ISR n'est pas facile à déceler. Car d'après l'étude de Nilson la relation qui fait le lien entre ces 2 facteurs peut être rencontrée à travers trois différentes formes. L'influence positive, ou bien peu ou aucune influence, ou bien l'existence d'une influence qui va être mixte sur le choix d'investissement (Nilson, J. 2008)

Dans les deux subdivisions suivantes, deux éléments ayant un impact très important sur le choix d'adopter un comportement social en investissement dans une gamme de produit ISR sont illustrés. C'est la confiance que l'on accorde aux produits ISR et la performance perçue des diverses activités qui ont été entreprises par les consommateurs.

#### 6.4.1.1 La confiance

Ici ce qui va nous intéresser, c'est le lien entre le choix d'investissement dans certains produits ISR et la confiance des consommateurs par rapport aux produits ISR.

En premier lieu, il est intéressant de mettre en lumière que la confiance accordée par les investisseurs est intimement liée à la notion de crédibilité vis-à-vis du produit. D'autant plus dans le secteur des services et produits financiers. D'après les observations, la confiance qui est accordée par les investisseurs a un impact très important sur le processus d'achat (Llewelyn, D. T. 2005). En ce qui concerne l'ISR, après la crise mondiale de 2008, et à la suite des révélations des mauvaises pratiques dans le secteur financier dans son ensemble, il y a eu

une énorme baisse de confiance accordée vis-à-vis des acteurs de ce secteur, c'est la raison pour laquelle nous pouvons affirmer que la confiance est un élément primordial pour le domaine de l'ISR (Heimann, Pouget, Mullet & Bonnefon, 2011).

#### 6.4.1.2 La perception de l'efficience des actions des consommateurs

Selon Antil, il y a deux éléments qui vont influencer le niveau d'efficacité perçu par les consommateurs. En premier lieu, le fait que l'investisseur va prendre conscience du problème lié à l'objet social, ensuite il y a le fait que l'investisseur aura tendance à penser que sa contribution va avoir un impact dans la résolution de la problématique (Antil, J. H. 1984).

Par ailleurs Kim et Choi ont observé qu'au plus l'impact de l'investisseur était important au plus il allait se sentir impliqué par les considérations sociétales. Cela nous dit clairement que les investisseurs qui se sentent fortement impliqués dans l'objet social seront d'autant plus soucieux de leur choix en terme de produit d'investissement (Kim, Y. Choi, S. M. 2005).

#### 6.4.2 Le lien entre l'ISR et les performances sur les marchés et les risques attribués à ces placements

Parmi tous les facteurs qui vont pouvoir avoir un impact sur la décision d'investissement, la performance de l'actif financier et le risque sont de loin ceux qui ont été, comme nous avons pu le voir dans le début de ce mémoire les plus étudiés à travers le temps. Car un produit de type ISR est avant tout un investissement. C'est la raison pour laquelle les consommateurs se penchent sur la question de la performance de leurs investissements et des risques liés à ceux-ci. (Barreda- Tarazona, I., Matallin-Saèz, J.-C. & Balaguer-Franch, M.R. 2011).

Pour Nilson, le résultat financier et le risque liés aux produits ISR sont susceptibles d'avoir une influence sur le choix d'investissement. Car en ce qui concerne la performance, on peut admettre que plus la perception que les produits de type ISR génèrent un rendement important, plus grande est la proportion à investir dans ce type de produits. En ce qui concerne le risque, au plus le risque va être important au moins l'investisseur aura tendance à investir dans ce type de produit (Nilson, J. 2008).

### 6.4.3 Le profil de l'investisseur

Tout d'abord, nous pensons qu'il est important de préciser que nous ne parlons pas de profil d'investisseur au sens juridique belge du terme, instauré par l'organisme de control FMSA mais bien au sens général, repris dans la littérature scientifique. Le profil peut être déterminé sur la base de différentes variables sociodémographiques. Comme l'âge, le sexe, etc. En ce qui concerne les caractéristiques qui vont déterminer le profil d'investisseur ISR pour Nilson 5 variables sont considérées : le genre, l'âge, le niveau d'éducation, le revenu et l'habitat. (Nilson, J. 2008).

D'autre part, une segmentation alternative est mise en avant par Nilson. Il est intéressant de l'analyser car elle va nous permettre d'appréhender le profil de l'investisseur d'une manière différente. Cette vision alternative nous dit que les investisseurs ne représentent pas un groupe identique, du point de vue des desseins qui animent ces derniers lors de leurs choix d'investissements. De ce fait, nous partons du postulat qu'il y a une division des investisseurs en subdivisions, qui va être basée sur différents facteurs motivant leurs décisions. Le premier sous-groupe s'intéresse aux critères financiers, le deuxième va s'intéresser exclusivement aux caractéristiques extra-financières, comme l'impact de leurs investissements sur la société et son environnement et le troisième groupe intègre les deux groupes précédemment cités pour n'en former qu'un (Nilson, J. 2008).

## 7 Conclusion de la partie théorique

Pour conclure notre partie théorique, nous pouvons constater que l'offre présente sur le marché de l'investissement socialement responsable a pu lors de ces dernières années croître considérablement. Il est légitime de penser que ce marché a pu croître car les investisseurs ont pu inclure de nouveaux paramètres, comme par exemple la responsabilité liée à leurs choix d'investissements. Néanmoins, savoir déterminer le profil des investisseurs investissant dans des produits ISR, appréhender leurs envies, leurs motivations et réussir à identifier la conception qu'ont ces derniers de l'ISR, sont des facteurs clés de l'évolution et de la continuité de l'ISR.

Précédemment nous avons vu que l'ISR intègre dans son processus de décision des facteurs tels que les préoccupations lié à l'économie, le social et l'environnement et nous avons notamment parlé de responsabilité. Celle-ci est liée à un devoir répondre de ses actes, à travers nos choix d'investissements. En outre, cette responsabilité a un lien avec la valeur ; les individus souhaitent investir dans une cause qui leur est chère, en adéquation avec leurs propres valeurs. Il est primordial qu'une relation basée sur la confiance existe entre l'investisseur et l'établissement financier proposant des produits de ce type.

De cette manière, comme il a été mentionné dans le chapitre définissant l'ISR, cette notion d'éthique comporte des approches distinctes. En premier lieu, l'organisme financier doit être à même de respecter certaines règles de conduite bien définies lorsqu'ils vont émettre des produits ISR. De plus, l'investisseur doit pouvoir être convaincu par les produits proposés et donc par les valeurs et l'éthique y étant associés, il doit donc pouvoir "assimiler" l'offre présenté.

Ainsi, l'organisme émetteur doit être transparent envers l'investisseur pour lui certifier son engagement au niveau de l'éthique. Le groupe Eurosif a ainsi mis en place un code de transparence qui engage les entreprises qui y ont adhéré à publier et à tenir à disposition des informations liées aux critères d'investissements, au processus permettant d'analyser et d'interpréter les données, mais aussi à l'engagement. Ce qui va permettre aux individus de placer leurs argent en adéquation avec leurs propres valeurs, en tenant compte du fait que les entreprises vont respecter les engagements qu'elles ont prises au regard de ces produits.

Par ailleurs, pour les individus, la prise de conscience personnelle émane avant tout d'une réflexion vis-à-vis de sa propre personne. Chacun investisseur va s'investir dans des projets, certaines causes et des activités à travers certaines démarches. Le concept d'engagement est fortement présent. Cet engagement va être envers autrui, c'est-à-dire le monde avec lequel l'investisseur interagit, la société dans laquelle il vit et les différents groupes dont celle-ci est composée. Il y a une forte aspiration liée à l'émotion sociale.

Il s'agit donc ici d'une réelle promesse, à laquelle l'investisseur doit s'engager en respectant une certaine démarche et un plan d'action. La pertinence de notre analyse sera d'analyser si effectivement ces individus respectent cette démarche socialement responsable lorsqu'ils vont investir dans des produits ISR ou bien si à l'inverse, l'aspect social n'est pas pertinent pour ce type de produit. Nous serons alors confrontés à une simple notion d'altruisme intéressé où l'investisseur va tirer un plaisir de son gain lié à son investissement et non pas à l'impact de son investissement sur le récipiendaire mais plutôt en diversifiant ses investissements et pour notamment se sentir moins coupable et se donner une bonne conscience.

.

## 8 Partie Pratique

### 8.1 Méthodologie de l'étude et hypothèses sur base de l'approche comportementale

Dans ce chapitre, qui est dédié à la partie pratique de ce mémoire, nous allons spécifier les hypothèses et appliquer une certaine méthodologie.

Nous avons décidé de diviser ce chapitre en deux parties distinctes, la première ayant pour but de présenter les différentes questions de recherche qui ont été envisagées lors de cette étude, et la deuxième partie va détailler la méthodologie qui a été utilisé pour la réalisation de notre travail.

#### 8.1.1 Questionnement de recherche

Tout d'abord il est important de rappeler que les deux thèmes centraux de ce mémoire sont la finance comportementale et l'investissement socialement responsable et que la question de recherche choisie pour ce mémoire est la suivante :

« LA FINANCE COMPORTEMENTALE JOUE-T-ELLE UN ROLE DANS LES CHOIX DE PLACEMENTS DES INVESTISSEURS DANS DES FONDS D'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE SI OUI, LEQUEL ? »

En définissant notre première question il nous a été possible de développer trois questions subsidiaires de recherche, les voici :

« Quels sont les possibles biais développés en finance comportementale qui influencent les investisseurs ? ».

« Quels sont les éléments importants pour les investisseurs lorsqu'ils investissent dans ces produits ? ».

« Les investisseurs peuvent-il avoir des comportements contradictoires dans leurs décisions d'investissement ? »

C'est grâce à la revue de littérature disponible dans notre bibliographie et qui est reprise dans notre partie théorique ayant pour but de répondre à nos 3 sous questions que nous avons développé plusieurs hypothèses de recherches qui sont reprises ci-dessous :

Première hypothèse : Les personnes qui prennent la décision d'investir dans l'ISR vont considérer des facteurs financiers et certains facteurs extra-financiers.

Deuxième hypothèse : les facteurs financiers font que les investisseurs vont être victimes de certains biais au même titre que les individus n'investissant que dans des produits classiques, mais les facteurs extra financiers mettent en lumière certains biais auxquels les investisseurs ISR sont d'avantages exposés.

Troisième hypothèse : Les investisseurs vont être amenés à prendre des décisions allant à l'encontre de leur décision initiale ce qui va mettre en lumière certaines contradictions.

En ce qui concerne l'échantillon qui a été pertinent a ciblé, il a été question lorsque l'on parle d'individu de 2 groupes de pouvoir les distinguer. Le premier groupe étant composé d'individus n'ayant jamais investi dans des produits de type ISR mais ayant déjà investi sur les marchés financiers dans divers produits d'investissement. Autrement dit les individus ayant pour principal dessein une optimisation du couple rendement/risque, et le deuxième groupe composé d'investisseurs ayant déjà investi dans des fonds ISR qui sont en adéquations avec leurs attentes en terme de responsabilité sociale.

### 8.1.2 Méthodologie utilisée

Dans cette partie il est question de présenter la méthodologie qui a été mise en place dans la partie pratique de notre mémoire.

Elle a été scindée en 3 subdivisions, tout d'abord il y aura une explication du type d'étude que nous avons choisi de réaliser. Ensuite nous aborderons la partie qualitative et pour finir il y a l'étude quantitative.

#### 8.1.2.1 Typologie de l'étude

Le but de cette étude exploratoire est de rassembler des informations provenant des individus afin de pouvoir déterminer dans quelle mesure la finance comportementale va avoir un impact sur les investisseurs et leur politique d'investissement dans des produits socialement

responsables. Ce mémoire est de ce fait de type mémoire en recherche appliquée dont le dessein est de découvrir de nouvelles connaissances dans un sujet traité (Bô, D. 1998)

Le but est donc de découvrir de nouveaux paramètres ayant potentiellement un impact important sur le sujet que l'on aborde. En outre, le but est de retirer de l'information de type primaire. Cela veut dire que les informations emmagasinées le seront uniquement dans le cadre de nos objectifs. Pour finir pour l'analyse des données collectées, une démarche déductive sera adoptée.

En ce qui concerne la mise en place de notre étude, nous avons fait le choix traiter notre sujet d'une part à travers l'utilisation de la méthode qualitative en addition de l'approche quantitative. Cette stratégie a certains avantages non négligeables car cela nous permet d'aborder le sujet de deux manières différentes. D'autant plus que la qualité et la quantité des informations récoltées seront plus importantes et en les mettant en commun, cela permettra à celles-ci d'être d'autant plus pertinentes.

Cette approche croisée va nous permettre d'avoir une augmentation en terme de précision de la qualité de la mesure de notre étude. De ce fait les informations que nous avons recueillies, vont pouvoir avoir une concordance et pouvoir être utilisées de manière conjointe. Dans le cadre de l'étude quantitative un questionnaire dont le but a été de collecter de l'information auprès des investisseurs a été mis en place.

Pour la partie quantitative, des interviews ont été menées auprès de professionnels de la finance en lien avec notre sujet. De manière concrète, il y a eu un tri des informations à travers des questions ciblées à travers les interviews et les questionnaires, en lien de près ou de loin avec les différentes hypothèses de recherche formulées. Dans le but de répondre à nos hypothèses de recherche sur base des informations récoltées à travers l'enquête quantitative, et des informations récoltées auprès des professionnels questionnés dans l'étude qualitative. Pour finir, c'est sur base des réponses récoltées dans nos deux approches que nous répondrons à notre question de recherche et ses sous questions.

### 8.1.2.1.1 Analyse qualitative

Dans cette deuxième partie, il est question de la mise en place de l'étude qualitative de notre étude, cette partie est donc scindée en deux subdivisions. Tout d'abord en donnant des détails

par rapport aux interviews menées et dans la deuxième partie on élabore plus en détail de quelle manière nous avons analysé l'information que nous avons récoltée.

### 8.1.2.1.1.1 Entretien classique

Un entretien individuel implique deux individus, d'une part l'enquêteur qui va poser des questions et le répondant. L'originalité de ce type d'interview est sa grande marge de manœuvre dans son pilotage, ce qui est pertinent vu la complexité du sujet étudié (Vandercammen, M. Gauthy-Sinéchal, M. 2014)

Au niveau pratique, 6 interviews qualitatives ont été menées auprès de professionnels du secteur financier qui occupent des postes en lien avec la problématique traité dans ce mémoire :

- Interview n°1 : Hugo Benhaim, Conseiller en placements chez Bnp Paribas Fortis
- Interview n°2 : Noé Benhaim, Private Banker chez BnpParibas Fortis
- Interview n°3 : Charles Delsaux, Private Banker chez BnpParibas Fortis
- Interview n°4 : François Lemaire, Conseiller en placements chez BnpParibas Fortis
- Interview n°5 : Frédéric Henning, Private Banker chez BnpParibas Fortis
- Interview n°6 : Sophie Hinque, Conseillère en placements chez BnpParibas Fortis
- Interview n°7 : Valérie Deghelde, Investment Manager chez BnpParibas Fortis

Afin de mener au mieux chacun des entretiens, un guide d'entretien a été mis en place (Voir annexe 8 : Guide d'entretien). Le guide d'entretien est similaire en ce qui concerne les Conseiller en placement interviewer, ceci dans un but de cohérence et afin de comparer les différentes réponses. Une fois toutes les interviews récoltées elles ont été retranscrites (Voir annexe 10 : Retranscription).

### 8.1.2.1.1.2 Récolte des données de type qualitative

Selon Ritchie et Lewis, lorsque l'on utilise l'approche qualitative les données que l'on a recueillies sont traitées en 3 parties distinctes : la gestion des données, l'état descriptif et l'état explicatif. Dans la première étape, nous avons dû nous accommoder aux données recueillies. Par la suite nous avons utilisé une feuille de calcul afin de pouvoir établir un premier tri des données. Dans la seconde étape, nous avons grâce au premier tri effectué regroupé les données selon les différentes hypothèses que nous avons formulées. Pour finir

nous avons pu mettre en lien les données récoltées de manière qualitative avec celle recueillies de manière quantitative.

### 8.1.2.1.2 Analyse quantitative

Le but ici va être de détailler la manière dont nous avons appliqué de manière pratique notre étude. Cette partie est scindée en deux parties, tout d'abord en donnant des précisions quant à la manière dont nous avons utilisé les questionnaires et ensuite comment nous avons traité les données recueillies.

#### 8.1.2.1.2.1 Mise en place du questionnaire et traitement des données

La méthode qui vise à recueillir des informations à travers un questionnaire est une composante très importante dans l'approche quantitative. Ce modus operandi vise une partie de la population. C'est une succession de questions sur un sujet de recherche. Son apport est significatif dans notre cas, car il va nous permettre d'avoir un nombre de réponses importantes liées aux hypothèses que nous avons formulées (Vandercammen, M. Gauthy-Sénéchal, M. 2014).

Un questionnaire en deux parties : la première se focalisant sur les individus ayant une expérience d'investissement sur les marchés financiers et la seconde se présentant comme un quiz où l'avis des investisseurs et des néophytes a été pris en compte (Voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif).

Dans la pratique, le questionnaire a été mis en ligne à travers la plateforme de questionnaire de Google drive et a été partagé sur une durée de deux semaines. Le questionnaire dont la cible est les investisseurs a été distribué à travers plusieurs forums d'investissements tel que : abcOURSE.com, boursorama.com, dividendes.be, des groupes Facebook spécialisés en investissements mais aussi à travers mon réseau interne au niveau bancaire.

#### 8.1.2.1.2.2 Données traitées section quantitative

Nous avons adopté une méthode de recherche basée sur la technique des statistiques descriptives uni-variées pour le traitement des données recueillies, car cette méthode offre une variété de possibilité de représentations graphiques de par la nature des données qui sont dans la majorité qualitatives.

Le but de ce travail de recherche n'est pas de faire une généralisation des données analysées par extrapolation et d'appliquer cela à une échelle nationale ou globale, mais plutôt de pouvoir faire une comparaison entre les données récoltées auprès des experts du domaine de recherche et des individus ayant répondu au questionnaire. Afin de mener à bien ce travail de recherche nous avons dû faire le choix de l'utilisation des statistiques descriptives, choix qui va permettre d'avoir une structure et une organisation au niveau des données recueillies dans notre questionnaire, ceci dans le but d'avoir une représentation claire et d'optimiser la compréhension.

En outre, en faisant le choix de ne pas observer les liens entre les multiples variables présentes dans le questionnaire établi dans notre partie quantitative nous avons fait appel à une statistique uni-variée. L'accent a été davantage mis sur la possibilité d'exploiter des liens entre les résultats du questionnaire quantitatif, analysé un par un et relié à l'approche qualitative.

Concrètement, il a d'abord été question d'analyser les réponses des participants et d'éliminer d'une part les erreurs dans les réponses ouvertes, ensuite de faire une représentation à l'aide de graphiques afin de comparer nos réponses en lien avec les hypothèses de recherche que nous avons émises et de pouvoir ensuite les mettre en lien avec les propos des experts interrogés.

## 8.2 Phase d'analyse des données récoltées dans la partie pratique

Cette partie est dédiée à la présentation des résultats obtenus suite à l'élaboration de notre partie pratique de ce mémoire. En ce qui concerne l'influence de la finance comportementale dans le processus d'investissement de la part des individus. Les résultats sont présentés en rapport avec les hypothèses développées.

A travers tout le chapitre lorsque l'on parlera du questionnaire nous ferons référence au questionnaire élaboré dont nous avons parlé dans le chapitre précédent (voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif). Quant aux retranscriptions et guides utilisés pour les différentes interviews, ils se trouvent eux aussi en annexe (voir annexe 10 : Retranscription).

## 8.2.1 Réponses aux hypothèses formulées

Dans cette partie, nous présenterons les données obtenues de la partie pratique provenant de nos trois hypothèses émanant de notre questionnaire de recherche. Chacune des hypothèses sont présentées d'une part, d'un point de vue de quantitatif et d'autre part d'un point de vue qualitatif. Dans la pratique, les données provenant des questionnaires seront analysées puis leur pertinence sera vérifiée à travers les avis des spécialistes interviewés

### 8.2.1.1 Première hypothèse : Les personnes qui prennent la décision d'investir dans l'ISR considèrent des facteurs financiers et extra financiers.

#### 8.2.1.1.1 Approche Quantitative

Tout d'abord procédons à l'analyse de la question qui prend en considération les facteurs clés d'investissement (voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif, question : Lorsque vous investissez/ deviez investir dans un produit d'investissement de type "ISR" qu'est ce qui est/serait le plus important à vos yeux ?). Cette question a exclusivement été posée aux individus ayant une expérience sur les marchés financiers. Le premier critère cité par les investisseurs est le rendement, qui, pour 36% des répondants doit être au moins identique aux investissements traditionnels pour qu'ils envisagent ce type de produit.

Ensuite le deuxième critère le plus important est celui de l'éthique d'entreprise pour plus de 28 % des répondants interrogés. Nous avons choisi de ne pas demander aux individus de détailler les critères liés à l'éthique car comme nous avons pu le voir dans notre travail de recherche, la perception de ce que représente l'éthique diffère d'une personne à l'autre. Il nous a donc semblé plus logique de simplement laisser cette définition libre d'interprétation à chacun.

Le troisième critère le plus important pour les individus ayant répondu est la redistribution des bénéfices. Pour 25,3% d'entre-eux, les bénéfices doivent être redistribués dans des causes qui leurs sont chères.

Ces 3 critères représentent l'avis de la majeure partie des avis des questionnés. A hauteur de 89,3 % plus précisément. Les pourcentages restant sont répartis entre les gens sans avis qui

sont à hauteur de 8% et l'un des répondant considère que la sélection des fonds doit être 100% ISR en donnant comme exemple la société TOTAL comme étant reprise dans un fonds ISR de la société Viageo, ce qu'il considère comme paradoxal.

La question suivant a pour but de savoir si les investisseurs sont engagés dans des actions caritatives ou bien s'ils font du bénévolat. 66,7% des répondants déclarent l'être, contre 32,3%. Cette question nous permet de développer les raisons qui ont poussé ces gens à s'investir dans une telle activité.

En analysant les réponses à la question concernant le bénévolat (voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : Faites-vous du bénévolat ou êtes-vous engagé auprès d'une œuvre caritative ? Question lié : De quel type est votre engagement ?) ils sont 68% à répondre qu'ils sont volontaires dans une association, viennent ensuite les personnes faisant des dons à des ONG qui représentent quant à eux 24% des répondants, et le reste des répondants ont soumis une réponse de type autre : club d'investissement, fondation d'une ASBL et bénévolat dans cette même ASBL, une autre personne a déclarée avoir fondé une ASBL technologique, et une troisième personne nous a dit avoir été membre d'une ASBL pour l'aide aux enfants, et une quatrième personne nous a dit avoir fait des réparations de livres et BD. Nous voyons donc que les réponses sont nombreuses et diverses dans leurs substances.

En ayant ces information il nous est apparu intéressant d'analyser les raisons qui ont poussé les individus à s'engager dans ce type de bénévolat plus spécifiquement, à travers une question plus précise (voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : Pourquoi vous êtes-vous engagé envers cette cause ?). Nous avons obtenu les réponses suivantes.

Pour 36% des répondants la raison est soit familiale, soit liée au travail ou bien à des amis, ensuite vient l'expérience vécu pour 32% des interrogés. Viennent à la troisième place les personnes s'étant engagées car elles ont été touchées par un sujet passé dans les médias de type télévisé, radio, presse écrite ou encore sur internet. Quant aux autres, certains des répondants ont choisi de répondre "autre" et de soumettre les réponses suivantes : raisons religieuses, par passion ou motivation personnelle.

Ce qui est intéressant d'analyser c'est que sur les 25,3% ayant répondu par l'affirmative à la question (voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : avez-vous déjà investi dans des produits

de type ISR (investissement socialement responsable) ?) Seulement 31,57% des personnes étaient engagés dans une activité bénévole. Nous pouvons en tirer la conclusion que les personnes investissant dans ce type de produit ne sont pas forcément engagés dans des causes "ISR", et que inversement les personnes engagées dans ces causes ne souhaitent pas forcément investir dans des produits ISR.

Il est intéressant de voir comment les personnes ayant répondu de manière positive à cette question ont découvert les produits ISR. Ils sont 36,8% à déclarer avoir découvert les produits ISR grâce à leur banquier, la seconde source vient du bouche à oreille à travers la famille les amis et les collègues qui représente 21,1% des réponses totales. Ensuite 15,8% des répondants nous disent qu'ils ont pris connaissance de ce type de produits à travers la publicité sur internet. Certains des répondants ont voulu nous donner une réponse personnalisée : à travers le travail, en cherchant sur le web, grâce à Pierco Entreprise.

Quant aux personnes ayant répondu non à cette même question (Voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : avez-vous déjà investis dans des produits de type ISR (investissement socialement responsable) ?) ils représentent 74,7% et nous donnent les raisons suivantes. Ils sont 50 % à déclarer ne s'être jamais posé la question, la deuxième raison évoquée par ces derniers est le fait de n'en avoir jamais entendu parler. Ce qui représente tout de même 23,3% de nos répondants.

La troisième raison invoquée par les répondants est le fait que ces derniers n'adhèrent pas au principe d'investissement socialement responsable qui représente 14,3%. Ensuite ils sont 7,1% à nous dire qu'ils n'ont pas investi dans ce type de produits car ceux-ci rapportent moins que leurs investissements traditionnels et certaines réponses libres nous ont été données. Les voici : le répondant nous dit qu'il n'est pas du tout convaincu que les critères de sélections sont fiables, un autre investisseur nous dit qu'il préfère directement investir dans des actions au lieu de produits dérivés.

En tenant compte des réponses ci-dessous nous avons certains éléments de réponses en ce qui concerne notre hypothèse, mais afin de la confirmer nous avons directement demandé aux individus de ce qu'ils pensaient de l'ISR à travers une autre question (Voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : D'après vous, les investissements socialement responsables sont

un moyen de se donner bonne conscience ?). Comme vous pouvez le voir dans le questionnaire nous avons défini une échelle la plus simple possible.

Plus de 66% des individus questionnés pensent que le fait de se donner une bonne conscience a un rôle à jouer. Pour au moins 38,7% d'entre eux. Ensuite ils sont 26,7% à considérer que la bonne conscience a un rôle important à jouer et 10,7% à penser que celle-ci a un rôle très important à jouer dans le choix d'investissement. Tandis qu'ils sont 24 % à penser que la bonne conscience n'a pas beaucoup d'influence à jouer respectivement repartis de la manière suivante peu d'influence 12% et presque pas d'influence 12%.

### 8.2.1.1.2 Approche qualitative

Selon Hugo Benhaim conseiller en placements (interview du 24 juillet 2017), ce que représente les produits d'investissement responsable n'est pas toujours très facile à comprendre pour les clients c'est pourquoi lorsque l'on parle de "best in class" j'explique que l'on choisit le meilleur dans telle ou telle catégorie qui ne sera pas forcément perçue comme étant ISR par ces derniers (Benhaim, H. 2017).

Au niveau des critères des investissements les gens sont sensibles au fait d'investir dans quelque chose qui va les intéresser mais bien évidemment cela dépend du profil du client. Pour les clients un peu plus dynamiques (Mr Benhaim fait ici référence aux profils d'investisseurs imposés par la FSMA en terme de classification des investisseurs) ce qui est le plus important est la rentabilité de leurs investissements (Benhaim, H. 2017).

Par contre en ce qui concerne les investisseurs moins regardant au niveau de la rentabilité de leurs investissements il est intéressant d'avoir une diversification dans ce type de produits. L'un des éléments principaux qui va influencer les facteurs pour les clients va donc être leur profil d'investisseur.

En effet, il nous dit que pour une grande majorité des clients les trois critères principaux vont être l'horizon de placement, le rendement, et le risque. De ce fait pour les investisseurs ayant un profil dynamique ou agressif il est plus difficile de se diriger vers des produits d'ISR car ces gens-là regardent principalement le rendement et l'historique lié au fond dans lequel ils investissent et donc étant donné que les produits d'ISR n'ont pas encore un historique assez

important il peut être difficile de leur proposer ces produits de par le manque de longévité mais aussi par l'opacité en termes de composition des fonds.

Selon Noé Benhaiem Private Banker (interview du 24 juillet 2017), les différentes crises que les gens ont subi ont marqué les esprits, cela est en lien avec les sociétés qui n'étaient pas très transparentes. Nous pouvons citer la crise financière de 2008 et les différents scandales comme celui de Bernard Madoff (Bernard Madoff a été arrêté au Etats-Unis suite à la découverte que sa société d'investissement était en fait une chaîne de Ponzi), les gens ne savaient plus trop dans quoi ils investissaient (Benhaiem, N. 2017)

Pour Noé Benhaeim, en investissant dans des produits ISR les gens espèrent avoir plus de transparence en ce qui concerne leurs investissements. L'un des exemples qu'il nous donne en termes de sélection des fonds est l'exclusion de Volkswagen d'un fond ISR dû à la mauvaise gouvernance de son CEO de l'époque qui avait nommé sa compagne à un poste clé de la société dans le but d'avoir une voix supplémentaire (Benhaiem, N. 2017).

En ce qui concerne les facteurs importants pour les clients, Noé Benhaiem nous dit qu'il y a certains types de clients : dont les clients qui sont exclusivement intéressés par le rendement, généralement ce sont des gens ayant eu des expériences négatives où ils ont perdu des sommes considérables sur les marchés financiers et qui souhaitent juste récupérer leur capital. Cependant l'un des gros avantages actuel de l'ISR est que le rendement est vraiment intéressant et supérieur à celui des fonds classiques, sans pour autant donner une raison spécifique il nous propose deux pistes de réflexion, d'une part il serait possible que les gens investissent dans ce genre de produits car il y a une tendance, un effet de mode qui fait que ces investissements sont populaires ou bien il y a un changement général qui s'organise auprès des investisseurs. Pour Noé Benhaeim la vérité se situe un peu entre les deux (Benhaiem, N. 2017).

A titre d'exemple Noé nous parle du fond Aqua qui est très populaire chez BNPParibas Fortis, car celui-ci aborde une problématique qui touche tout le monde : le traitement de l'eau. Il pense que l'ISR va être la nouvelle manière d'investir car d'une part il y a l'aspect extra-financier avec la notion de bonne gouvernance qui est importante mais pas seulement, les rendements sont là aussi, et il le dit avec insistance.

Charles Delsaux, estime quant à lui que le rendement et la protection du capital sont les deux éléments les plus importants pour les individus lorsqu'ils envisagent d'effectuer des opérations de placement. Mais il nous dit aussi que lorsque l'on aborde l'aspect ISR des investissements il y a une certaine sensibilité vis-à-vis des critères extra-financier, que le private banker va pouvoir mettre en avant afin de susciter l'envie auprès de ces derniers (Delsaux, C. 2017).

Il note cependant que, d'après son expérience, et selon le portefeuille du client avec lequel il travaille il remarque que les principaux critères restent le couple rendement-risque et que les seniors (entendons ici les 50 ans et plus) ne sont pas, ou très peu proactifs vis-à-vis de ces produits, mais que une fois le sujet abordé, les investisseurs développent une certaine sensibilité vis-à-vis des causes éthiques mises en avant (Delsaux, C. 2017).

François Lemaire pense effectivement que certaines personnes peuvent considérer des critères de type ISR pour définir leurs choix d'investissements, il pense cependant qu'ils ne représentent pas la majorité des investisseurs. Il pense d'ailleurs que beaucoup de personnes qui se targuent d'investir dans l'ISR le font principalement pour se donner bonne conscience. Il considère que les critères principaux sont le rendement, l'horizon de placement et la protection de capital (Lemaire, F. 2017).

Pour François Lemaire les critères d'investissement vont fortement varier selon les individus, il est donc assez difficile de définir ces derniers. Il pense cependant que les gens investissant dans les produits ISR ont le sentiment de contribuer positivement à la société à travers leurs placements via l'écologique, l'environnementale. Il y a aussi la relation que les conseillers ont avec leurs clients où leur rôle est de conseiller ces derniers et d'établir un climat de confiance qui va favoriser la mise en place de solutions adaptées au client selon leurs besoins. Un des points qui retenait l'attention des investisseurs est notamment la redistribution des bénéfices dans des causes qui leur parlent, ce que fait par exemple la Bnp Paribas Fortis à travers sa collaboration avec la fondation Roi Baudouin, ou encore la Croix-Rouge. Mr Lemaire nous dit que c'est un facteur extra-financier non négligeable car les fonds proposant des partenariats ne sont pas forcément les fonds ayant le rendement le plus important (Lemaire, F. 2017).

Selon Frédéric Henning, il y a de nombreux critères pouvant justifier les choix d'investissement dans ce type de produits, telle que la transparence des investissements, ou bien les aspects

en lien avec l'ESG. Mais il nous dit qu'il n'y a pas eu de proactivité de la part des clients vis-à-vis de ces produits et que c'est surtout à l'initiative des conseillers que les clients développent une appétence pour cette offre (Henning, F. 2017).

A l'inverse des autres interviewers, Frédéric Henning nous dit que les gens qui investissent dans l'ISR n'investissent pas dans ces produits pour le rendement mais plutôt par conviction. Il est vrai que ces fonds surperforment par moment mais ils sont aussi amenés à sous-performer à d'autres moments ce qui est en lien avec le prix des matières premières et le prix du pétrole en particulier. Il pense donc que le rendement n'est pas du tout ce qu'il y a de plus pertinent concernant ce type d'investissement (Henning, F. 2017).

Pour Sophie Hinque, il y a l'aspect rendement que les investisseurs vont considérer lors de leurs investissements mais aussi l'aspect éthique lorsque ceux-ci vont choisir d'investir dans ce type de produits car ceux-ci sont touchés par l'actualité dans ce domaine à travers par exemple la Cop 21, et le changement climatique. Selon Sophie Hinque, les deux aspects, rendement et éthique sont sur le même pied d'égalité pour certains investisseurs mais cela ne constitue pas la norme, il y a en effet une partie des individus qui seraient prêts à s'asseoir sur une partie de leur rendement mais cela ne représente qu'une faible partie des investisseurs. Elle nous dit aussi que de part l'aspect long terme de ces placements, ceux-ci représentent du point de vue des investisseurs une réelle opportunité car ce type de produits s'insère dans une politique d'investissement de long terme (Hinque, S. 2017)

Selon Sophie Hinque certains produits d'investissements ISR sont en lien avec l'actualité, en faisant référence au livre de Yann Arthur Bertrand, Planet Océan qui aborde cette thématique de l'eau, ce qui pousse d'avantage les individus à considérer des facteurs extra-financiers. Elle considère même que les individus auront tendance à choisir une thématique bien défini quand ils choisissent un fonds de type ISR : certains personnes se sentiront plus concernées par la thématique du climat alors que d'autres seront davantage concernés par l'approche énergétique (Hinque, S. 2017)

D'après Valérie Deghelde l'élément principal pour les investisseurs qui revient souvent est le rendement, d'après son analyse en tant que gestionnaire de portefeuille elle a pu à travers les

différents meetings avec les investisseurs déceler une différence entre les hommes et les femmes. En effet les hommes semblent porter une grande importance au rendement des investissements tandis que les femmes ont tendance à plus s'intéresser aux questions extra-financière et sont plus sensibles aux questions sociétales. Elles peuvent d'ailleurs rétrocéder un certain pourcentage de la performance pour des critères auxquels elles sont sensibles. Alors que les hommes seront davantage regardant au niveau de la destruction potentielle de performance liée aux produits ISR.

### 8.2.1.2 Deuxième hypothèse : Les facteurs financiers font que les investisseurs vont être victimes de certains biais au même titre que les individus n'investissant que dans des produits classiques, mais les facteurs extra financiers mettent en lumière certains biais auxquels les investisseurs ISR sont d'avantages exposés.

Afin d'identifier les différents biais auxquels sont exposés les investisseurs nous avons posé certaines questions. La première (Voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : Sur une échelle de 0 à 100 à quelle niveau estimez-vous votre niveau de maîtrise dans ces domaines ?) ayant pour but d'identifier si l'investisseur est sujet au biais de sur-confiance que l'on a pu définir au préalable dans la partie théorique de notre travail.

En analysant les résultats nous pouvons voir que tout d'abord en ce qui concerne l'éthique, les personnes interrogées sont près de 42% à déclarer avoir une connaissance dépassant les 50% en ce qui concerne l'éthique (20% estiment avoir une connaissance comprise entre 50 et 70% et 19,33% estiment avoir une connaissance comprise entre 70 et 90% et une infime partie estime même avoir une connaissance allant jusqu'à 100%)

Ensuite concernant leurs connaissances en investissement, les individus sont près de 82,66% à déclarer avoir plus de 10% de connaissances en investissement réparties de la manière suivante (tout d'abord 24% d'entre eux se trouvent dans la tranche 10 et 20%.

Ensuite nous avons 15,33% qui estiment que leurs connaissances sont comprises entre 20 et 50%, le troisième segment quant à lui est représenté par 18,66% qui nous disent avoir des connaissances en investissement étant comprises entre 50 et 70%.

Ils sont suivi des investisseurs compris dans la tranche de 70 à 90% de connaissances qui sont 19,33% et les personnes estiment avoir des connaissances atteignant les 90 à 100% qui sont 5,33% de notre échantillon) que pouvons-nous conclure de ces informations, et bien cette information seule n'est évidemment pas très pertinente.

Afin de mettre en avant les biais auxquels sont sujets les investisseurs nous avons posé les deux questions (Voir annexe 10: Questionnaire quantitatif : Sur une période de 10 ans quel est l'actif qui aura (normalement) le meilleur rendement ? et la deuxième question : Quand un investisseur investit son argent dans différents actifs, le risque de perte...) afin de vérifier le degré de connaissance des investisseurs ceci afin de détecter s'il étaient sujet ou non à ce biais de sur confiance, c'est-à-dire s'ils surestimaient leurs connaissances en terme de connaissances financières ou non.

Qu'est ce qui ressort de notre première question ? Tout d'abord nous avons 60,7% des sondés ont répondu que l'action était l'actif obtenant le meilleur rendement sur une durée de 10 ans. Nous sommes donc bien en-dessous des 82,66% à déclarer avoir des connaissances en terme d'investissement. C'est un premier élément qui peut nous conforter vis-à-vis de notre question de recherche et de notre hypothèse formulée : la finance comportementale influence clairement les individus. Ensuite ils sont 16,7% à déclarer que les obligations sont l'investissement le plus rentable sur une période de 10 ans, mais ce qui est encore plus étonnant est que 6% répondent que les comptes d'épargnes représentent les placements les plus intéressants sur du long terme.

Quant à la deuxième question visant à confirmer notre hypothèse, 80% répondent que le risque diminue lorsqu'ils diversifient leurs actifs. Dans ce cas-ci nous nous rapprochons des 82,66% à déclarer avoir une connaissance en terme d'investissement. Il est cependant intéressant de noter que 12% tout de même estiment que le risque augmente et 6% déclarent ne pas avoir d'idée sur la question. 2 % des répondants nous disent même que le risque reste inchangé. La différence n'est certes pas aussi prononcée que pour la question précédente mais il est, sur base des informations récoltées via les questions précédentes, raisonnable de conclure que les investisseurs sont bel et bien sujets au biais de sur-confiance.

Un autre élément que nous avons pu mettre en lumière est l'ancrage, il a été délibérément demandé aux répondant de répondre (Voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : Sur une

échelle de 0 à 100 à quelle niveau estimez-vous votre niveau de maîtrise dans ces domaines ?) Nous avons délibérément demandé aux sujets de l'étude de répondre dans l'ordre suivant : en premier lieu l'éthique, ensuite l'investissement et pour finir la conduite.

A première vue il n'y a aucun lien entre les 3, mais la raison pour laquelle nous avons organisé cette question de cette manière était dans le but d'identifier si un phénomène d'ancrage pouvait apparaître. Il a été intéressant d'analyser que les répondants au questionnaire sont en contradiction avec des études qui ont été menées ayant pour but de démontrer le biais de sur confiance ou elles montrent que 93% des américains estiment être meilleurs conducteurs que la moyenne (Wohleber, R, W. Matthews, G. 2016). Dans notre étude 6,60% des répondants estiment avoir une maîtrise de la conduite de 90 à 100% et la répartition est la suivante pour les autres tranches, 16,66% considère avoir moins de 10% de maîtrise en terme de conduite, ensuite 15,33% des répondants disent se situer entre 10 et 20%, au niveau de la troisième tranche nous avons 22% des répondants qui se situent entre 20 et 50%, au niveau de la quatrième tranche qui prends la maîtrise entre 50 et 70% nous sommes à 20% de répondants et pour la dernière tranche nous arrivons 19,33%.

Si l'on met en lien les réponses avec les trois différents facteurs auxquelles nous avons demandé aux répondant d'émettre leur avis il est stupéfiant d'analyser que ceux-ci ont tendance à répartir leur réponses sur base de leur réponse initiale d'où le phénomène que nous pouvons clairement analyser qui est lié au biais d'ancrage.

### 8.2.1.2.1 Approche qualitative

Selon Hugo Benhaiem (interview du 24 juillet 2017), il est difficile que les clients adoptent des attitudes incohérentes car dans la grande majorité des cas, sauf peut-être le cas où les clients gèrent eux-mêmes leurs actifs, ceux-ci se laissent quand même guidés par le banquier et les fonds que nous allons leur proposer. Il est rare que les clients arrivent avec un fond en main et nous disent que c'est dans ce produit là qu'ils veulent (Benhaiem, H. 2017).

Ainsi, si la banque dit à son client que la banque s'intéresse de manière de plus importante aux produits ISR, il est probable que le client ayant confiance en son banquier suive cette voie-là.

Selon son expérience, beaucoup de personnes se sont présentées avec une idée précise de ce qu'ils voulaient faire en terme d'investissement ce qui rend encore plus difficile la détection des éventuels biais auxquels ceux-ci seraient susceptibles d'être confrontés. Il lui arrive de recevoir certains clients demandant d'investir dans le fonds Aqua. (C'est un fond propre à la Bnp qui a très bien performé sur les marchés et qui a même fait l'objet d'articles dans diverses revues de presses belge) car il a bien performé.

On peut se poser la question si ce type de comportement n'est pas assimilable au biais du comportement de troupeau car l'investisseur va vouloir investi dans un produit par mimétisme.

Selon Noé Benhaim, cette question est assez compliquée car les rendements actuels sont assez élevés au niveau de l'ISR mais il admet tout de même que certains clients rencontrés ont pu être sujets à des facteurs extra-financiers lorsqu'on leur explique ceux-ci plus en détail. Il insiste tout de même sur la difficulté de répondre à cette question, car la politique de placement de la banque est axée sur le long terme (Benhaim, N. 2017).

Pour Noé Benhaim l'une des raisons qui pourrait expliquer l'engouement pour l'ISR est tout simplement l'offre et la demande. Ce qui nous ramène à ses propos sur la notion d'effet de mode et de tendance. Il prend l'exemple de la banque Triodos qui a un certain moment a connu un fort engouement avec l'ouverture de beaucoup de comptes (Benhaim, N. 2017).

L'un des éléments qu'il est notamment pertinent de relever est le fait que selon Noé Benhaim, les clients n'abordent la question de rendement que lorsque celui-ci n'est pas bon et non pas durant les bonnes périodes. Cela rejoint l'une des théories que nous avons pu voir concernant l'aversion au risque avec le graphique y faisant référence (Benhaim, N. 2017).

L'une des pistes intéressante que nous pouvons mettre en avant est abordée par Noé Benhaim lorsqu'il nous dit qu'une certaine partie de sa clientèle ne sera pas forcément obnubilée par le rendement. Par exemple certains clients vont considérer le rendement sur le long terme et si celui-ci est correct alors le client s'estimera satisfait (Benhaim, N. 2017).

Les clients sont donc sujets à des facteurs extra-financiers comme la relation qu'ils entretiennent avec leurs Private Banker ou leur banque qui n'est sans aucune doute pas un

critère financier au même titre que le rendement ou le risque mais bien un critère-extra financier.

Selon Charles Delsaux, il y a des choses qui peuvent être considérés comme étant un effet de mode, mais pas seulement. Il pense qu'il y a une réelle conscientisation de la part des individus vis-à-vis de certaines causes touchant toute la population, comme par exemple le problème de l'eau qui ne va pas aller en s'arrangeant avec le temps. Mais aussi d'autres facteurs, comme l'énergie. Ou l'énergie renouvelable avec certaine société telle que TOTAL investissent dans l'énergie renouvelable. Mais bien évidemment certaines personnes profitent de cet engouement pour l'ISR pour se targuer d'avoir des fonds ISR, d'autant plus qu'il n'y a pas de définition, ou d'organisme d'homologation, ce qui peut rendre les investisseurs vulnérables (Delsaux, C. 2017).

François Lemaire nous parle d'effet de mode pour aborder cette problématique qui selon lui risque de perdurer. Cet effet de mode est selon lui lié à plusieurs thématiques telles que l'eau étant donné que c'est une denrée rare ; le climat et son impact sur notre planète, ou encore la parité homme/femme. Ce sont des éléments qui reviennent quotidiennement dans les médias et cela a un impact indéniable sur les investisseurs et qui pourrait avoir un impact sur les marchés financiers. Il pense d'ailleurs qu'un fonds comme le fond Aqua est surévalué. (Voir annexe 10:) il tient à noter que tant que nous ne trouverons pas de solution aux problématiques citées plus haut ces produits resteront profitables.

Pour Frédéric Henning une appétence pour des fonds ISR comme le fonds AQUA est dû à sa forte médiatisation, car en plus d'être ISR c'est un fond qui cartonne au niveau du rendement. Il nous dit d'ailleurs qu'il y a des réactions similaires avec les épargnes-pensions proposées par la banque. En ce qui concerne le fond AQUA (Voir annexe 10 : Fonds Aqua), il ne pense pas que le fait qu'il soit labellisé ait eu un impact vis-à-vis des investisseurs.

Pour Sophie Hinque, il est en effet possible que les investisseurs suivent un comportement de troupeau.

### 8.2.1.3 Troisième hypothèse : Ces biais vont mener à certaines contradictions en termes d'investissements et nous allons pouvoir mettre en lumière certains paradoxes.

Afin de déterminer si les investisseurs peuvent avoir des réactions contradictoires nous avons posé certaines questions et fait le lien entre celles-ci.

Tout d'abord, en ce qui concerne le choix d'investissement lorsque que l'on demande aux investisseurs dans quel type de fonds ils investiraient (Voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif, question : Vous souhaitez investir 10,000 euros sur du long terme (5 à 10 ans), selon votre choix d'investissement, ce dernier aura un impact dont vous serez responsable sur la société, voici les différentes propositions disponibles) ceux-ci sont près de 60,7% à répondre qu'ils auraient investi dans le fonds ISR malgré le fait que celui-ci produise le rendement le plus faible.

Cela est en contradiction avec la question (voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif : Lorsque vous investissez/ deviez investir dans un produit d'investissement de type "ISR" qu'est ce qui est/serait le plus important à vos yeux ?) posée aux investisseurs car proportionnellement ceux-ci seraient davantage prêts à investir dans des produits ISR que ce qu'il ne nous disent au début qui sont 36% à placer contre 60,7% à décider faire le choix de l'ISR. Nous verrons plus loin les raisons ayant pu les pousser à faire ce choix.

Le fonds qui arrive à la deuxième place est celui qui est neutre et qui récolte 25,3 %. Celui qui se retrouve en 3<sup>ème</sup> place avec 14% est le fonds anti-ISR ayant notamment le meilleur rendement. Il y a donc bien une contradiction entre les deux réponses données par les mêmes investisseurs, nous en détaillerons plus loin les raisons.

La prochaine question nous permet de savoir quelles sont les manières principales dont les investisseurs font usage (Voir annexe 10 : Questionnaire quantitatif, question : Comment investissez-vous ?) En majorité l'investisseur investit dans des sociétés dont l'investisseur connaît la situation financière, ils sont plus de 50,7% à choisir cette façon. Ensuite vient le conseil de spécialistes avec 24%; à travers divers médias. Le choix de faire appel à un banquier ne représente que 17,3% suivi d'investisseurs qui pour les 2 choix suivant représentent 12 %,

l'investissement dans la société dans laquelle l'investisseur travaille et l'autre partie investissant de manière aléatoire.

Au vu de ces résultats il est clair qu'il existe certaines contradictions évidentes entre les différentes réponses. Nous passons d'une intention d'investir dans des produits d'investissement socialement responsable de 36% à 17% à la fin de questionnaire. A savoir que lorsqu'on leur demandait dans lequel des trois fonds disponibles ils allaient investir nous sommes confrontés à une baisse significative qui est de -111,76%, il y a donc des phénomènes faisant partie de la finance comportementale qui vont nous permettre d'expliquer ces soudains changements et d'en définir plus exactement le biais.

### 8.2.1.3.1 Approche quantitative

Selon Hugo Benhaim, il est possible que les investisseurs aient des réactions qui ne vont pas forcément dans le même sens que le souhait de base de l'investisseur. Entendons-nous bien ici que nous parlons des investisseurs qui viennent avec une optique de rendement mais qui par la suite souhaitent au terme de l'entretien souhaite payer un peu plus, en l'occurrence ici avoir un rendement un peu moins élevé, mais avoir un produit de meilleur qualité ou faisant preuve d'une bonne gestion derrière. Concrètement qu'ils aient l'impression de faire quelque chose de positif pour la planète (Benhaim, H. 2017).

Charles Delsaux remarque effectivement qu'il y a certaines incohérences vis-à-vis des demandes de certains des investisseurs qui, lorsqu'ils viennent pour demander des conseils en terme d'investissements avec certains critères de bases bien définis (tels le rendement et une certaine protection de capital), changent une fois certains des points sociaux mis en avant comme la pression sociale, l'effet de mode, et ils se remettent en question et changent de type de placement (Delsaux, C. 2017).

Pour François Lemaire il y a certaines contradictions entre le profil d'investisseur du client qui par exemple aurait un profil conservateur (Mr Lemaire fait ici référence aux profils d'investisseurs définis par la FSMA) et leur demande de placer leur argent sur du très court terme sans forcément avoir une protection de capital ce sont d'après lui les plus grosses incohérences que l'on voit à l'heure actuelle. Au niveau de l'ISR ce type d'individus peuvent

repartir avec de l'ISR il nous dit que cela fait partie du rôle du conseiller de faire prendre conscience aux investisseurs que leur manière de pensée n'est pas toujours en corrélation avec d'une part le contexte économique actuel ou avec leur réelle envie ou besoin (Lemaire, F. 2017).

Frédéric Henning nous dit qu'il n'a jamais été confronté à des situations dites contradictoires, car il nous dit ne pas vendre du rendement mais qu'il cherche plutôt à développer une relation de confiance avec ses clients. Il nous dit notamment ne pas avoir de clients qui viennent uniquement pour le rendement, donc pour lui il n'y a pas d'incohérence. Il nous confie aussi que pour la gestion c'est à ce niveau-là que se joue leur rôle de Private Banker. Il nous dit cependant que les clients pouvant avoir des prérequis seraient les clients ayant une gestion-conseil (Mr Henning fait ici référence à une gestion active de la part du client et qu'il n'est pas, ou très peu assisté dans ses choix d'investissement) mais pas ceux ayant une gestion déléguée (nous faisons ici référence à une gestion non active ou la gestion des actifs va être géré par la banque) (Henning, F. 2017).

Selon Sophie Hinque, il est important de noter l'importance des rapports humains quand les investisseurs font appel à un conseiller. Si le client se trouve simplement devant son ordinateur en effet il pourrait être sujet à certaines incohérences, mais il y a effectivement certaines personnes qui changent d'avis au cours de l'entretien, tout en précisant que ce n'est pas le conseiller qui va convaincre l'investisseur de changer son fusil d'épaule (Henning, F. 2017).

Après avoir exposé les données de notre enquête à Valérie Degheldere celle-ci nous dit que c'est tout à fait possible qu'il puisse exister certaines contradictions de la part des investisseurs. Néanmoins elle nous dit que cela reste à vérifier dans la pratique, les investisseurs pourraient rétrocéder de la performance jusqu'à un seuil psychologique endéans duquel ils n'accepteraient pas. Cependant elle nuance ses propos car les produits d'investissement socialement responsable de la BNP ont jusqu'à présent performé de manière égale ou supérieure aux produits d'investissement traditionnel, nous n'avons donc pas forcément le recul nécessaire pour dire avec certitude que ne seraient pas prêts à rétrocéder de la performance.

### 8.2.1.4 Approche qualitative : interview d'Investment Specialist (gestionnaires de fonds ISR)

A la suite des résultats de notre étude quantitative et de nos interviews qualitatifs avec différents professionnels en contact direct avec des investisseurs nous avons souhaité aborder la problématique avec des gestionnaires de fonds spécialisés dans les produits ISR pour avoir un avis différent sur la question, c'est ce que nous allons traiter dans cette partie.

Selon Valérie Degheldorf, l'accent a été mis sur l'aspect ISR à la BNP mais dans tout le secteur bancaire belge. L'idée est de présenter l'offre ISR comme étant l'offre principale auprès des investisseurs de la banque, en adoptant cette approche cela contribue aussi à l'engouement mais pas seulement, la COP 21 à Paris a elle aussi pu contribuer à cet enthousiasme pour l'ISR. Car les gens sont davantage conscientisés que ce qu'ils n'avaient pu l'être dans le passé et d'autres événements comme le scandale des émissions de CO2 de Volkswagen et l'élection de Donald Trump et son souhait de sortir du traité de la COP 21 ont aussi eu un rôle à jouer (Degheldorf, V. 2017).

Pour Valérie Degheldorf, l'engouement de ces dernières années pour l'ISR n'est pas lié à un effet de mode. En effet lorsque l'on analyse le scandale de Volkswagen, il est fort probable que l'entreprise se retrouve à devoir payer des milliards alors qu'une situation similaire il y a une vingtaine d'année n'aurait sans doute pas eu les mêmes répercussions financières pour l'entreprise. Les individus sont d'avantages conscientisés en grande partie grâce aux médias, mais la réglementation joue elle aussi un rôle (Degheldorf, V. 2017).

En ce qui concerne la composition des fonds ISR, dans l'offre de fonds présent à BNP la banque travaille avec des fonds internes avec leurs propres critères de sélection et vont analyser les entreprises et vont faire une analyse de terrain. Il y a en effet un mélange entre objectifs financiers et extra-financiers. Ensuite il y a un screening des acteurs externes, qui ont leur propre méthodologie, celui-ci est effectué par une équipe établie à Paris dont le rôle est d'établir des critères d'exclusion à travers un système d'étoile similaire à ce que fait MorningStar : les gestionnaires en tant que tel vont rencontrer les maisons de gestion, leur poser des questions spécifiques en lien avec leur méthodologie de sélection des entreprises incluses dans les fonds, tel que : les maisons de gestion se déplacent-elle sur place ou simple

envoi d'un questionnaire ? Assistent-ils aux assemblées générales ? Votent-ils pour une amélioration ?

Sur bases des différentes réponses aux questions, la banque va choisir les gestionnaires ayant obtenus la meilleure performance financière et extra-financière et choisir un certain nombre de fonds. Pour les gestionnaires répondants moins bien aux critères de sélection la sélection de fonds se limitera à 1 ou 2 fonds (Deghledere, V. 2017).

Valérie Deghledere nous confirme notamment que les gestionnaires de fonds sont sujet à certains biais, il y en a plusieurs.

### 8.3 Conclusion des réponses aux questions et sous-questions de recherche

Nous rappelons que notre question de recherche est la suivante, « LA FINANCE COMPORTEMENTALE JOUE-T-ELLE UN ROLE DANS LES CHOIX DE PLACEMENTS DES INVESTISSEURS DANS DES FONDS D'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE. SI OUI, LEQUEL ? » Que nous avons subdivisé en 3 sous-questions qui ont été étudiées dans la partie pratique de ce mémoire.

Dans cette partie le but a été de rassembler toutes les données pertinentes de nos 3 sous-questions.

#### 8.3.1 « Quels sont les éléments importants pour les investisseurs lorsqu'ils investissent dans ces produits ?

Tout au long de notre travail de recherche, nous avons pu mettre en évidence plusieurs éléments ayant une influence sur le choix des investisseurs.

En premier lieu, le rendement quel que soit la nature du type de produit abordé. Car l'une des raisons pour laquelle les individus investissent est de pouvoir en retirer un bénéfice financier (Benhaiem, N. 2017), cela confirme notre première hypothèse formulée (Voir annexe 8 : guide d'entretien). Cette première hypothèse stipule notamment que des critères extra-financiers sont un des éléments importants pour les individus. Ceci est d'ailleurs confirmé à travers notre étude quantitative (Voir annexe 9 : Etude quantitative, question : Lorsque vous investissez/ deviez investir dans un produit d'investissement de type "ISR" qu'est ce qui

est/serait le plus important à vos yeux ?) quand les investisseurs placent l'éthique des entreprises comme le second critère le plus important.

Les individus ayant une appétence pour les produits d'investissement socialement responsable ont dans la grande majorité une sensibilité plus importante, mais il est aussi intéressant de noter que certains n'ayant pas ou peu de sensibilité à cette cause et aux produits de cette gamme sont tentés de diversifier leurs actifs. Pour des raisons principalement d'ordre financières en considérant des facteurs comme le risque. Il est aussi important de mettre en exergue le manque d'ancienneté de certains fonds labellisés ISR ce qui peut freiner certains investisseurs (Benhaiem, H. 2017)

Si l'on se réfère aux choix de facteurs pertinents de la part des investisseurs ils considèrent que la redistribution des bénéfices doit se faire en partie vers des causes qui leur tiennent à cœur (Voir annexe 9 : Etude quantitative, question : Lorsque vous investissez/ deviez investir dans un produit d'investissement de type "ISR" qu'est ce qui est/serait le plus important à vos yeux ?).

En ce qui concerne les critères d'investissements socialement responsable ; ils vont être différents d'un individu à un autre, certains auront tendance à considérer la thématique du climat comme étant un facteur créant des émotions auprès de ces derniers tandis que d'autres investisseurs considéreront plutôt des facteurs de gouvernance ou encore sociétale.

Sur base des interviews menées auprès des différents professionnels du secteur et de notre étude quantitative nous pouvons en conclure que les principaux éléments que vont prendre en considération les investisseurs sont le rendement, ensuite la thématique abordée par le fonds qui est l'éthique. Enfin d'autres facteurs extra-financiers tels la redistribution des bénéfices.

### 8.3.2 Quels sont les possibles biais développés en finance comportementale qui influencent les investisseurs ?

A travers notre travail de recherche, nous avons pu mettre en lumière 3 biais psychologiques auxquelles les investisseurs investissant dans l'ISR sont fortement sensibles.

En premier lieu, le biais de sur-confiance à travers la mise en place d'une question dont le dessein avait pour but de mettre en lumière ce biais à travers les réponses des individus ce

qu'il ressort de l'analyse de ces réponses est que nous avons pu déterminer que ces derniers avaient une forte tendance à sur estimer leurs connaissances par rapport au sujet de l'investissement car lorsque ce l'on demande à ces derniers d'évaluer leurs connaissances en terme d'investissements nous avons certaines réponses dans notre questionnaire (Voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif : Sur une échelle de 0 à 100 à quelle niveau estimez-vous votre niveau de maîtrise dans ces domaines ?) qui nous mène à penser que ceux-ci ont des connaissances assez développées.

Il ressort notamment que certaines personnes ont tendances à sur évaluer leurs connaissances financières d'après les différentes études qualitatives que nous avons mené. Certains investisseurs pensent avoir une maîtrise de certains produits d'investissements mais lorsqu'ils doivent passer des tests de connaissance et expérience dans le cadre de la législation MIFID certains d'entre eux se trompent dans leurs réponses abordant les fondamentaux de la finance.

Afin de vérifier si ces derniers ont correctement évalué leurs connaissances, nous avons notamment posé une question (Voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif : Sur une période de 10 ans quel est l'actif qui aura (normalement) le meilleur rendement ? et la deuxième question : Quand un investisseur investit son argent dans différents actifs, le risque de perte...) visant à tester leur connaissances. Il en ressort qu'il y a clairement un écart entre les deux réponses, ce grâce à quoi nous avons pu identifier notre premier biais.

Nous avons par la suite puis mettre en exergue un deuxième biais comportemental auquel les investisseurs étaient sujets.

L'ancrage est le deuxième biais que nous avons pu identifier sur la base de notre enquête empirique (Voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif : Sur une période de 10 ans quel est l'actif qui aura (normalement) le meilleur rendement ? et la deuxième question : Quand un investisseur investit son argent dans différents actifs, le risque de perte...). Nous avons pu établir que les réponses données aux 3 différents critères étaient fortement similaires et ce dans les différentes classes possibles, c'est sur cette base que nous avons pu identifier le biais de l'ancrage. Nous n'avons cependant pas pu confirmer ce biais au travers de nos interviews qualitatives.

Le troisième biais que nous avons pu identifier est celui du comportement de troupeau. En effet grâce aux réponses récoltées à travers notre enquête qualitative nous avons pu établir que les investisseurs allaient investir dans ce type de produits en réaction à des évènements d'actualité. Comme par exemple la parution d'article de presse parlant du fonds Aqua. Les différents expert en investissements interrogés ont pu définir qu'il y avait une appétence de la part des investisseurs pour les produits ayant une forte médiatisation et tout particulièrement pour les produits ISR car ceux-ci sont directement liés à l'actualité à travers les différentes thématiques qui sont abordées dans les fonds.

### 8.3.3 Les investisseurs peuvent-il avoir des comportements contradictoires dans leurs décisions d'investissement ?

Nous avons pu définir que les investisseurs pouvaient prendre des décisions en contradictions avec leur demande initiale et notamment sur base de leur profil d'investisseur.

Nous avons pu identifier ce biais à travers d'une part notre étude quantitative grâce à deux questions (Voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif : Lorsque vous investissez/ deviez investir dans un produit d'investissement de type "ISR" qu'est ce qui est/serait le plus important à vos yeux ?) et (Voir annexe 9 : Questionnaire quantitatif, question : Vous souhaitez investir 10,000 euros sur du long terme (5 à 10 ans), selon votre choix d'investissement, ce dernier aura un impact dont vous serez responsable sur la société, voici les différentes propositions disponibles).

Ce que nous avons pu établir sur base de cette étude est que les investisseurs peuvent agir de manière irrationnelle par rapport à leur critère initial, nous sommes clairement dans une situation de contradiction dans le chef des investisseurs et ce pour différentes raisons que nous avons définies à travers notre enquête qualitative.

Ce qu'il ressort de l'enquête qualitative est que certains individus sont influencés par des éléments extérieurs. Nous faisons ici référence à des critères extra-financiers qui vont remettre en question leurs choix d'investissements initiaux. Pourquoi ? L'une des raisons avancée est le sentiment de faire quelque chose de bien pour la planète. Nous avons aussi la présence d'éléments comme la pression sociale lorsque celui-ci est confronté aux thématiques et problématiques abordées dans les fonds ISR (Benhaeim, H. 2017)

Ces éléments influencent le choix de l'investisseur à tel point que ceux-ci changent leur choix d'investissement pour obtenir un rendement moindre au niveau de leurs investissements d'après Charles Delsaux. Un élément qui peut confirmer notre hypothèse est aussi le manque de cohérence entre le profil de l'investisseur et les choix que ce dernier opère par moments (Lemaire, F. 2017).

Nous avons cependant un avis différent concernant le manque de cohérence car selon Frédéric Henning le travail d'un conseiller est aussi de pouvoir faire disparaître ces incohérences, tandis que Sophie Hinque nous dit que l'aspect émotionnel dans les rapports humains a aussi son rôle à jouer dans la prise de décision des investisseurs (Hinque, S. 2017)

### **Relativiser et prendre le recul nécessaire**

En effet, dans cette partie nous tentons de mettre l'accent sur le fait qu'il est important de prendre de la distance par rapport au travail de recherche et de mettre en évidence certaines limites au niveau de la recherche.

En premier lieu nous avons jugé utile de mettre en lumière les limites liées à la partie théorique de ce travail de recherche, bien que la recherche effectuée nous permet d'aborder notre thématique de manière plus détaillée, nous n'avons malheureusement pas la possibilité d'étayer l'ensemble des informations recueillies et certains raccourcis ont été mis en place dans l'écriture de la partie théorique ceci dans le but d'aller directement à l'essentiel.

Ensuite comme nous avons pu le mettre en évidence, le concept de l'investissement socialement responsable n'a pas de définition précise et unanime et peut être de ce fait être sujet à interprétation.

Entre outre, il avouer les limites liées à nos hypothèses de recherche et les questions y afférant. Vu que nous avons une contrainte en terme de limitation de pages de ce travail de recherche, nous avons dû sélectionner un nombre limité d'hypothèses et de questions de recherche. Sans cette contrainte nous aurions pu développer de plus amples informations qui nous auraient permis de valider nos informations avec d'avantage de certitude.

Par ailleurs, nous devons aussi admettre que la taille de notre échantillon, composé de 150 répondants, ne peut nous permettre d'avoir une représentation de tous les comportements possibles et probables de la part des individus faisant le choix d'investir dans les produits

d'investissement socialement responsable. Un échantillon de taille supérieure et de plus grande représentativité en terme de diversification d'âge des répondants nous aurait permis d'avoir des informations étant d'avantage en adéquation avec la réalité.

En ce qui concerne notre deuxième partie dans laquelle des interviews en face à face ont été menées, nous devons tout de même mettre en évidence le fait qu'il ne nous a pas été possible d'interviewer toutes les personnes que nous souhaitions interviewer et qu'il se peut que certains aspects n'ont peut-être pas été mis suffisamment en lumière comme le point de vue des gestionnaires de fonds par exemple, difficilement accessibles. D'autant plus que le degré d'expertise dans les deux domaines étudiés varie sensiblement parmi les personnes interrogées ce qui nous a notamment poussé à devoir faire des adaptations ponctuelles au niveau de notre guide d'entretien.

Pour finir, la limitation de temps disponible à l'élaboration et à la mise en place de différentes étapes de notre travail de recherche a certainement eu un impact vis-à-vis des données récoltées. Et de ce fait certains points pouvant sembler essentiels n'ont pas forcément été énoncés. D'autant plus la nature de notre recherche qui aborde le sujet d'une manière atypique, ce qui nécessiterait normalement un travail de recherche s'étalant sur une plus longue période.

## Conclusion générale

A travers la rédaction de mémoire de recherche appliquée, nous avons voulu aborder deux thématiques clés : d'une part la finance comportementale et d'autre part l'investissement socialement responsable. Notre objectif était de répondre à la question de recherche initiale : « la finance comportementale joue-t-elle un rôle dans les choix de placements des investisseurs dans des fonds d'investissement socialement responsable. Si oui, lequel ? »

Afin de mener à bien ce travail de recherche nous l'avons scindé en deux parties : la première étant la partie théorique où nous avons tout d'abord abordé l'aspect de la finance classique de manière brève afin de pouvoir définir le contexte dans lequel s'est développé la finance comportementale. Ensuite nous avons établi les différents liens entre la finance comportementale et l'investissement socialement responsable tout en définissant les lignes directrices de ce type de produit et ce, depuis ses débuts jusqu'à aujourd'hui.

Grâce à la littérature disponible sur les deux sujets nous avons pu définir nos hypothèses de recherche et les questions liées à celles-ci à savoir : quels sont les éléments déterminants qui font que les individus investissent; quels sont les possibles biais développés en finance comportementale qui influencent les investisseurs en cas d'achat ISR ? Et enfin, les investisseurs peuvent-il avoir des comportements contradictoires dans leurs décisions d'investissement ?

C'est dans notre partie pratique que nous avons défini la manière dont nous allions aborder ces questions en commençant par exposer la méthodologie que nous souhaitions adopter pour mettre en place notre partie pratique. A la suite de la récolte des données de notre étude empirique et de notre étude qualitative nous avons décidé de faire une comparaison des réponses obtenues et ce pour toutes les sous-questions et hypothèses de recherche.

Pour conclure notre partie pratique, nous avons choisi d'énumérer les limitations de notre étude à travers la remise en question de certains facteurs, ce qui est à nos yeux nécessaire pour toute étude sérieuse.

Les discussions avec les différents intervenants, couplées aux données récoltées à travers notre questionnaire quantitatif nous ont permis dans un premier tant de confirmer que la finance comportementale avait effectivement un rôle à jouer vis-à-vis du choix des

investisseurs et l'ISR, et dans un second temps nous ont permis d'identifier certains biais à travers l'analyse des données récoltées.

Notre question principale de recherche était celle-ci : La finance comportementale joue-t-elle un rôle dans les choix de placements des investisseurs dans des fonds d'investissement socialement responsable. Si oui, lequel ?

Nous avons ensuite établi des sous questions dans le but de répondre à notre question de recherche principale, les voici :

« Quels sont les éléments importants pour les investisseurs lorsqu'ils investissent dans ces produits ? ».

Notre étude a mis en exergue que les principaux facteurs sont différents et multiples mais que 3 facteurs reviennent de manière récurrente. Tout d'abord les éléments clés influençant les investisseurs restent les critères financiers à travers le rendement et ce, malgré la nature des produits couplés au risque, Les investisseurs sont effectivement toujours à la recherche d'une protection de capital la plus haute possible. Vont ensuite venir les critères extra-financiers que nous avons identifiés comme étant l'éthique, la redistribution des bénéfices et les actions sociales. Il est cependant important de noter que ceux-ci varient fortement d'un individu à l'autre, chaque individu est sensible à une thématique différente mais ils s'insèrent tous dans les critères ESG.

« Quels sont les possibles biais développés en finance comportementale qui influencent les investisseurs ? ».

Notre travail de recherche nous a permis d'identifier 3 biais principaux auxquels les investisseurs étaient sujets. Le premier biais que nous avons identifié est le biais de la surconfiance. Ensuite le 2ème biais que nous avons pu identifier est le biais d'ancrage qui souligne l'importance des premières données auxquelles vont être confrontés les investisseurs. Le 3ème biais identifié est le biais de comportement de troupeau dont sont victimes les investisseurs. En effet ceux-ci sont fortement influencés par leurs instincts grégaires qui les poussent à prendre des décisions rationnelles et irrationnelles.

« Les investisseurs peuvent-il avoir des comportements contradictoires dans leurs décisions d'investissement ? ».

Nous avons pu identifier des situations durant lesquelles les investisseurs étaient susceptibles d'adopter des comportements contradictoires à travers la prise en compte de l'environnement extérieur.

Globalement, nous pouvons dire que la finance comportementale joue un rôle considérable dans la prise de décision des investisseurs car ceux-ci ont des critères de sélection extra-financiers différents et multiples, ce qui accentue la difficulté de la tâche qui est d'expliquer et d'énumérer les différentes raisons pour lesquelles ceux-ci agissent de cette façon.

Cependant, malgré la nature des investissements poussant les individus à considérer des aspects comme l'environnement, la société et la gouvernance d'entreprise nous ne pouvons oublier de dire que les critères financiers restent quant à eux prépondérants pour la majorité des individus.

S'il fallait retenir quelque chose de ce travail de recherche, ce serait que les biais comportementaux sont les suivants : la sur-confiance, l'ancrage et le comportement de troupeaux. Ceux-ci font que les individus investissent parfois de manière incohérence. En effet le critère choisi majoritairement en premier lieu est le rendement or, les biais font qu'ils investissent dans des fonds avec un rendement moindre pour autant qu'ils répondent à des critères tels que : l'éthique, la confiance, et l'environnement, tous faisant partie de l'offre ISR.

Pour conclure nous précisons qu'il n'a pas été possible de faire une analyse complète de la problématique, raison pour laquelle nous pensons qu'il serait pertinent à travers de futures recherches s'assimilant à un travail de doctorat et s'étalant sur plusieurs années d'établir une analyse d'autres biais possibles pouvant avoir un impact sur les investisseurs en lien avec l'ISR.

## Bibliographie

### Ouvrages

- Belsky, G. Gilovich, T. (1999). *Why Smart People Make Big Money Mistakes and How to Correct Them: Lessons from the New Science of Behavioral Economics* (First printing). New York: Simon & Schuster.
- Betbèze, J-P. (2003). *Les Dix Commandements de la finance* (1<sup>ère</sup> édition). Paris : Odile Jacob.
- Bouleau, N. (1998). *Financial Markets and Martingales: Observations on Science and Speculation*. Springer London edition.
- Cobbaut, R. Gillet, R. Hubner, G. (2015). *La gestion de portefeuille* (2<sup>ème</sup> édition). Louvain-la- neuve : De boeck.
- Cory, J. (2004). *Business Ethics: The Ethical Revolution of Minority Shareholders* (2nd edition). Berlin: Springer.
- Dhar, S. Dhar, U. Jain, K, R (2009). *Value Based Management For organizational Excellence*. Excel books.
- Farber, A. Laurent, M. Oosterlinck, K. Pirotte, H. (2009). *Finance* (2<sup>ème</sup> édition). France: Pearson education France.
- Gilovich, T. Griffin, D. Kahneman, D. (2002). *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Graham, Benjamin. (1973). *The intelligent investor, the definitive book on value investing* (revised edition). New York : Harper edition.
- Hawken, P. (2004). *Socially Responsible Investing*. Natural Capital Institute.
- Herlin, Philipe. (2010). *Finance le nouveau : paradigme* (1<sup>ère</sup> edition). Paris : Eyrolles.
- Hill, R,A. (2013). *The capital Asset Pricing Model* (2sd edition). Robert Alan Hill & bookboon.com récupéré le 24 avril 2017 de <https://bookboon.com/fr/the-capital-asset-pricing-model-ebook>
- Hugo, V. (1856). *Les contemplations*, recueil de poèmes.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking Fast and Slow* (1st edition). Great Britain : Penguin Books
- Lowenstein, R. (2000) *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. (1st edition). United-states : Random house

- Malkiel, B, G. (2016). *A random walk down Wall Street* (revised and updated edition). New York: Norton edition.
- Mandelbrot, B. Hudson, R, L. (2009). *Une approche fractale des marchés : Risquer, perdre et gagner* (2ème édition). United-States: Odile Jacob.
- Nofsinger, J, R. (2001). *Investment madness: how psychology affects your investing – and what to do about it*. USA: Pearson Education
- Pompian, M, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*. USA: John Wiley & Sons.
- Schindler, Mark. (2007). *Rumors in financial markets: Insights into Behavioral Finance* (1<sup>st</sup> edition). West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Shefrin, H. (2007). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing* (1<sup>st</sup> edition). Oxford: Oxford University Press.
- Shiller, R. (2015). *Irrational exuberance* (revised and expanded third edition). New Jersey: Princeton University Press
- Solomon, J. (2007). *Corporate Governance and Accountability* (2nd ed.).New Jersey: John Wiley & Sons.
- Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Vandercammen, M. Gauthy-Sinéchal, M. (2014). *Etudes de marchés, methods et outils*. (4ème édition) Louvain-la-neuve: De Boeck edition
- Visser, W., Matten, D., Pohl, M., & Tolhurst, N. (2010). *The A-Z of Corporate Social Responsibility*. Wiley, (2<sup>nd</sup> edition).

### Ouvrages en ligne

- Allegret, J-P. Sandretto, R. (2000). La nouvelle architecture du système monétaire international : Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods. *L'actualité économique*, 76 (3), 437-456. doi : 10.7202/602331ar
- Albouy, M. (2005). PEUT-ON ENCORE CROIRE À L'EFFICIENCE DES MARCHÉS FINANCIERS ?. *Revue française de gestion*, 4 (157), 169-188. doi : DOI 10.3166/rfg.157.169-188.
- Andersen, J, V. (2010). Detecting Anchoring in Financial Markets. *Journal of Behavioral Finance*, 11 (2), 129 – 133. Doi : 10.1080/15427560.2010.483186

- Antil, J.H. (1984). Socially responsible consumers : profile and implications for public policy. *Journal of macromarketing*. 4, (2), 18-39. DOI : 10.1177/027614678400400203.
- Bachelier, L. (1900). Théorie de la spéculation. *Annales scientifiques de l'E.N.S*, 3 (17), 21-86      récupéré      le      22      avril      2017      de  
[www.numdam.org/article/ASENS\\_1900\\_3\\_17\\_21\\_0.pdf](http://www.numdam.org/article/ASENS_1900_3_17_21_0.pdf)
- Banerjee, A. (2011). Application of Behavioral Finance in Investment Decisions: An Overview. *The Management Accountant*, 46 (10), 869 – 872. Récupéré le 10 mai 2017 de dl4a.org/uploads/pdf/52.pdf
- Barber, B, M. Odean, T. (2000) The Courage of Misguided Convictions: The Trading Behavior of Individual Investors. *Financial Analyst Journal*, 5 (6) 41-55. Doi: 10.2469/dig.v30.n3.717
- Barber, B, M. Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292. Doi: 10.2139/ssrn.139415
- Barberis, N. Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science, 1054-1056. Doi 10.3386/w9222
- Barreda- Tarazona, I., Matallin-Saèz, J.-C. & Balaguer-Franch, M.R. (2011). Measuring investors socially responsible preferences in mutual funds. *Journal of Business ethics*. October 2011, 103:305. DOI: 10.1007/s10551-011-0868-z.
- Barton, D et Wiseman, M. (january-february 2014). *Harvard Business Review*, Focusing capital on the long term      récupéré      le      1      juillet      2017      de  
<https://hbr.org/2014/01/focusing-capital-on-the-long-term>
- Bayot, B. Cayrol, A. Marchand, A. Verdonck, V. (2016). L'investissement socialement responsable, Financité.      Récupéré      le      17      mai      2017      de  
<https://www.financite.be/fr/reference/linvestissement-socialement-responsable-2016-rapport-complet>
- Bollen, N. P. B., (2007). Mutual Fund Attributes and Investor Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), pp. 683-708. Doi : 10.1017/S0022109000004142
- Bô, Daniel. (1998). « Critique de l'opposition entre quali & quanti et réflexions sur leur

- articulation ». QualiQanti. Récupéré le 02 juillet 2017 de <http://www.qualiquanti.com/pdfs/alliancequaliquanti.pdf>
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4 (4), 497-505. Doi: DOI: 10.2307/257850
- Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons* , 34 (4), 39-48. Doi: 10.1016/0007-6813(91)90005-G
- Charreaux, G. (2006). THÉORIE FINANCIÈRE ET STRATÉGIE FINANCIÈRE. *Revue française de gestion*, 1 (160), 109-137. doi 10.3166/rfg.160.109-138.
- Chieffe, N., & Lahey, K. E. (2009). Helping Clients Select SRI Mutual Funds and Firms. *Journal of Financial Planning*, 60-70. Récupéré le 14 mai 2017 de <http://gozips.uakron.edu/~kel/Articles/Helping.pdf>
- Chen, G., Kim, K. A. Nofsinger, J. R. Rui, O. M. (2007). Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors, 20 (4), 425-451. Doi: 10.1002/bdm.561
- Cowton, C. J. (1994). The Development of Ethical Investment Products. *The ACT Guide to Ethical Conflicts in Finance*, 213-232. Oxford, UK: Blackwell Publishers. Récupéré le 14 mai 2017 de <https://philpapers.org/rec/COWTDO-2>
- Economou, F., Kostakis, A. (2010). An Examination of Herd Behavior in Four Mediterranean Stock Markets. Athens: 9th Annual Conference, European Economics and Finance Society. Doi: 10.1.1.366.238
- Eurosif, (2016). European SRI Study. Récupéré le 16 mai 2017 de <https://www.eurosif.org/sri-study-2016/>
- Fama, Eugene F. 1965. Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, 21 (5), 55 - 59. Doi : 10.2469/faj.v51.n1.1861
- Fama, E, F. French, K, R.(1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33 (3), 56-88. Doi :10.1016/0304-405X(93)90023-5
- Fama, E, F. French, K, R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance*, 1 (51), 55 – 84. Doi: 10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x

- Friedman, M. 1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine. Récupéré le 15 mai 2017 de <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>
- Garriga, E., & Melé, D. (2004). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics*, 53, 51-71. Doi: 10.1023/B:BUSI.0000039399.90587.34
- Gay, G. R., & Klaassen, J. A. (2005). Retirement Investment, Fiduciary Obligations, and Socially Responsible Investing. *Journal of Deferred Compensation*, 10 (4), 34-49. Récupéré le 16 mai 2017 de <http://search.proquest.com/openview/d9a127437c3654878d12ec17f4895433/1?pq-origsite=gscholar&cbl=33592>
- Godbout, J. T. (2005). Homo donator versus homo oeconomicus. *Finance & Bien Commun*, 2 (22), 38-46. doi : DOI 10.3917/fbc.022.0038.
- GSIA, 2016. Global Sustainable Investment Review. Récupéré le 17 mai 2017 de [http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA\\_Review2016.pdf](http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA_Review2016.pdf)
- Hellsten, S., & Mallin, C. (2006). Are 'Ethical' or 'Socially Responsible' Investments Socially Responsible? *Journal of Business Ethics*, 66, 393-406. Doi: 10.1007/s10551-006-0001-x
- Heukelom, Floris. 2007. Kahneman and Tversky and the Origin of Behavioral Economics. Tinbergen: University of Amsterdam, 07 (003). Doi : 10.2139/ssrn.956887
- Heimann, M., Pouget, S., Mullet, E. & Bonnfon, J-F. (2011). The experimental approach to trust in socially responsible investment funds. In *Finance and Sustainability: Towards a New Paradigm? A Post-Crisis Agenda. (Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability, Volume 2)*, Emerald Group Publishing Limited, 169–183. DOI : 10.1108/S2043-9059(2011)0000002014.
- Hirshleifer, David., and Teoh, Siew Hong. 2003. Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis. *European Financial Management*, 9 (1), 25-66. Doi : 10.1111/1468-036X.00207
- Hofmann, E., Penz, E., & Kirchler, E. (2009). The 'Whys' and 'Hows' of ethical investment: Understanding an early-stage market through an explorative

approachJournal of Financial Services Marketing, 14 (2), 102-117.  
Doi:10.1057/fsm.2009.7

- Johnsen, D. B. (2003). Socially Responsible Investing: A Critical Appraisal. *Journal of Business Ethics*, 43, 219-222. Doi: 10.1023/A:1022998232503
- Kahneman, D. Tversky, A. (1971). Belief in law of small numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2), 105 – 110. Doi : 10.1037/h0031322
- Kahneman, Daniel. and Tversky, Amos. 1972. Subjective Probability: A judgment of Representativeness. *Cognitive Psychology*, 3 (3), 430-454. Doi : 10.1007/978-94-010-2288-0\_3
- Kahneman, Daniel. and Tversky, Amos. 1973. On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80 (4), 237-251. Doi : 10.1037/h0034747
- Kahneman, Daniel. and Tversky, Amos. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47 2), 263-291. Doi : 10.2307/1914185
- Kim, Y. & Choi, S. M. (2005). Antecedents of green purchase behavior: An examination of collectivism, environmental concern and PCE. *Advances in Consumer Research*, Volume 32, pp. 592-559. Récupéré le 19 mai 2017 de [http://www.acrwebsite.org/volumes/v32/acr\\_vol32\\_166.pdf](http://www.acrwebsite.org/volumes/v32/acr_vol32_166.pdf).
- Kinder, P. D. (2005). "Socially Responsible Investing": An Evolving Concept In A Changing World. Boston: KLD Research & Analytics, Inc. Récupéré le 16 mai 2017 de <https://www.greenbiz.com/node/13992/talk>
- Kishore, R. (2004). Theory of Behavioral Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm. *Australian Property Journal*, 38 (2), 105-110. Récupéré le 10 mai 2017 de <http://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/viewFile/14343/14651>
- Kristensen, H. Gärling, T.(1997). Anchor points, reference points, and counteroffers in negotiations. *Göteborg Psychological Reports*, 27(7), 493-505. Doi : 10.1023/A:1008722223618
- Kürschner, M. (2008). Limitations of the Capital Asset Pricing Model. GRIN Verlag, 1 (V92947), 1-35. Récupéré de <http://www.grin.com/en/e-book/92947/limitations-of-the-capital-asset-pricing-model-capm> le 24 avril 2017

- Le parisien. (2001). Dictionnaire sensAgent. Récupéré le 30 avril 201 de <http://dictionnaire.sensagent.leparisien.fr/Th%C3%A9orie%20central%20limate/fr-fr/>
- Lhoir, M. (2008). La théorie financière et la pratique. Regards croisés sur l'économie, 1 (3), 133-140. doi : 10.3917/rce.003.0133
- Le Van-Lemesle, L. (2004). Les théories économiques et la crise de 1973. Revue d'histoire, 4 (84), 83-2 doi : 10.3917/ving.084.0083
- Levy, A. Akeb, H (2016). Efficience des marchés et finance comportementale :décorrélation rentabilité-risque des marchés antipodiques. Recherches en Sciences de Gestion, 1 (112), 35-58. doi : DOI 10.3917/resg.112.0035.
- Llewelyn, D.T. (2005). Trust and confidence in financial services: a strategic challenge. Journal of financial regulation & compliance, 13, (4), 333-346. DOI: 10.1108/EUM0000000007304.
- Mackenzie, D. Millo, Y. (2003). Construction d'un marché et performance théorique. Sociologie historique d'une bourse de produits dérivés financiers. Réseaux, 6 (122), 15-61. doi : 10.3917/res.122.0015.
- Mackenzie, C. (1998). The Choice of Criteria in Ethical Investment. Business Ethics: A European Review, 7 (2), 81-86. Doi : 10.1111/1467-8608.00092
- Markowitz, H (1952). Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7 (1), 77-91. Récupéré le 30 avril 2017 de <http://links.jstor.org/sici?doi=0022-1082%28195203%297%3A1%3C77%3APS%3E2.0.CO%3B2-1>
- Mataf. Site financier. Récupéré le 10 avril 2017 de <https://www.mataf.net/fr/edu/glossaire/gordon-shapiro>
- McLachlan, J., & Gardner, J. (2004). A Comparison of Socially Responsible and Conventional Investors. Journal of Business Ethics, 52, 11-25. Doi :10.1080/00036846.2014.1000517
- Montier, J. (2003). Global Equity Strategy: The Gamblers' Fallacy. Global Equity Strategy. Récupéré le 12 mai 2017 de <http://gamblers-fallacy.behaviouralfinance.net/Montier2003.pdf>
- Monti, M. Legrenzi, P..(2009). Investment Decision-Making and Hindsight Bias. Annual Meeting of the Cognitive Science Society. Amsterdam. Doi: 10.5861/ijrsm.2013.323

- Muligan, T. (1986). A critique of Milton Friedman's essay 'the social responsibility of business is to increase its profits'. *Journal of Business Ethics*, 5 (4);265-269. Doi: 10.1007/BF00383091
- Nilson, J. (2008). Investment with a Conscience: Examining the impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior. *Journal of Business Ethics*, 83, (2,) 307-325. DOI : 10.1007/s10551-007-9621-z.
- Odean, Terrance. 1998. Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. *The Journal of Finance*, 53 (6), 1887-1934. Doi : 10.1111/0022-1082.00078
- Pollin, J.P. (1987). L'efficience des marchés financiers : quelques perspectives récentes. *Persee*, 1 (1), 108-114.doi :10.3406/ecofi.1987.1491
- Revelli, C. Viviani, J-L (2014). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*. Doi: doi: 10.1111/beer.12076
- Ritter, J, R. 1991. The long-run performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46 (1), 3-27. Doi : 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
- Samarasinghe, R., (2015). Green attitudes and behavior gap: obstruction to be green. I J A B E R, 13, (3), 1461-1476. Récupéré le 18 mai 2017 de <http://www.serialsjournals.com/serialjournalmanager/pdf/1439447585.pdf>.
- Sangare, A. (2005). Efficience des marchés : Un siècle après Bachelier. *Revue d'économie financière*, 81 (4), 107-132. Récupéré le 30 avril 2017 de [http://www.persee.fr/doc/ecofi\\_0987-3368\\_2005\\_num\\_81\\_4\\_4015](http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2005_num_81_4_4015)
- Scharfstein, D, S. Stein, J, C.(2000). Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review*, 80 (1), 465-479. Doi : 10.1257/aer.90.3.705
- Schwartz, M, S. Carroll, A, B. (2003). Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach. *Society for business ethics*, 3 (4), 503-530. Doi: 10.2307/3857969
- Sewell, M. (2007). Behavioral Finance. University of Cambridge. Récupéré le 8 mai 2017 de <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>

- Slovic, P. Lichtenstein, S. (1971). Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions. *Journal of Experimental Psychology*, 89 (1), 46-55. Doi: 10.1037/h0031207
- Sparkes, R. (2001). Ethical Investment: Whose Ethics, Which Investment? *Business Ethics: A European Review*, 10 (3), 194-205. Doi: 10.1111/1467-8608.00233
- Strong, S. (2010). Development of SRI Funds and Markets. *Journal of Financial Transformation*, 29, 123-130. Récupéré le 14 mai 2017 de <http://econpapers.repec.org/article/risjofitr/1429.htm>
- Taleb, N. Haug, E, G. (2007). Why We Have Never Used the Black-Scholes-Merton Option Pricing Formula. Third edition, 1-10 récupéré le 3 mai 2017 de [http://optionsoffice.ru/wp-content/uploads/2013/08/Nassim-Taleb\\_Why-we-have-never-used-the-BSM-option-pricing-formula.pdf](http://optionsoffice.ru/wp-content/uploads/2013/08/Nassim-Taleb_Why-we-have-never-used-the-BSM-option-pricing-formula.pdf)
- Thaler, R, H. 1999. Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12 (3), 183-206. Doi 10.1002/(SICI)1099-0771(199909)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F
- Tversky, A. Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211 (4481), 453-458. Doi : 10.1126/science.7455683
- US SIF, (2016). Trends Report Highlights. Récupéré le 17 mai 2017 de <http://www.ussif.org/files/Trends/US%20SIF%202016%20Trends%20Overview.pdf>
- US SIF, (2010). Annual Sustainability & Financial Report. Récupéré le 17 mai 2017 de [http://www.ussif.org/files/Publications/SIF\\_2011AnnualReport\\_F.pdf](http://www.ussif.org/files/Publications/SIF_2011AnnualReport_F.pdf)
- Walter, C. (1996). Une histoire du concept d'efficience sur les marchés financiers. *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, 51 (4), 873-905. doi : 10.3406/ahess.1996.410892.
- Walter, C. (2013). Les origines du modèle de marché au hasard en finance. *Fondation Maison des sciences de l'homme*, 1 (33), 1-22. Récupéré le 30 avril 2017 de <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00828289/document>
- Welch, I. (2000). Herding Among Security Analysts. *Journal of Financial Economics*, 15 (3), 369-396. Doi : 10.2469/dig.v31.n2.857
- (Wohleber, R, W. Matthews, G. (2016) Multiple facets of overconfidence: Implications for driving safety, Elsevier. Doi: 10.1016/j.trf.2016.09.011

## Mémoire / Thèse

- Fagerström, S. (2008). Behavioral Finance: The psychological impact and Overconfidence in financial markets (mémoire de bachelier). Skövde : University of Skövde. Récupéré le 12 mai 2017 de <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:2468/FULLTEXT01.pdf>

## Sources orales

- Benhaiem, H. (2017, 17 juillet). Conseiller en placement. Entretien téléphonique
- Benhaiem, N. (2017, 17 juillet). Private Banker. Entretien téléphonique.
- Lemaire, F. (2017, 19 juillet). Conseiller en placement. Entretien face à face, Bruxelles.
- Delsaux, C. (2017, 19 juillet). Conseiller en placement. Entretien téléphonique.
- Henning, F. (2017, 26 juillet). Private Banker. Entretien téléphonique.
- Hinque, S. (2017, 29 juillet). Conseillère en placement. Entretien téléphonique.
- Degheldere, V. (2017, 4 aout) Investment specialist. Entretien téléphonique.

## Source orale/ audio-vidéo

- Strela, V. (2013). Black-Scholes Formula, Risk-neutral Valuation. [Vidéo]. Youtube : MIT OpenCourseWare.

## Compléments bibliographiques

- Chisari, J. (2014). Youtube: Behavioral Finance Identifying and Exploiting Emotion driven Market Anomalies by Joshua Chisari
- Documentaire (2015). Youtube: Trading Psychology - Why Traders Cause Financial Crashes & How to Profit
- De Leus, K. (2017). Chief Economist BnpParibas Fortis. Entretien face à face et échange de mails.
- Kahneman, D. (2017). Economiste et professeur à l'université de Princeton (Prix nobel d'économie en 2002). Echange de mails.
- Kulinich, L. (2017) Investment specialist à la BnpParibas Fortis. Echange de mails.
- Lablanc, G. (2013). Youtube: Behavioral Finance and Investment Strategy, Berkeley Haas, Greg Lablanc.
- Rastani, A. (2014). Youtube: The psychology of trading TEDxManchester

- Shiller, R. (2012). Youtube: Behavioral Finance and the Role of Psychology, Yalecourses.
- Van Der Steichel, P. (2017) Responsable de l'équipe ISR à la BnpParibas Fortis. Entretien téléphonique et échange de mails.
- Verhagen, D. (2017) Sales Manager iBank à la BnpParibas Fortis. Entretien téléphonique.

## Glossaire

- ABI : Association of British Insurers
- AUM : Asset under management
- CAPM (capital assest pricing model)
- EIRIS : Ethical Investment Research Service
- ESG : Environnement, social et gouvernance
- ETF : Exchange traded funds
- IBES : Institutional Brokers' Estimate System.
- ICCR : Interfaith Center on Corporate Responsibility
- IE : investissement ethique
- IPO : Initial Public Offering
- ISR : Investissement socialement responsable
- MPT : Modern portfolio theory
- SIF : Social Investment Forum

