

Haute Ecole
Groupe ICHEC – ISC Saint-Louis – ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

L'Investissement Socialement Responsable et l'Investissement Islamique peuvent-ils améliorer ensemble la performance de leurs investisseurs ?

Mémoire présenté par :

Sami TRABELSI

Pour l'obtention du diplôme de :

Master en gestion de l'entreprise

Année académique 2018-2019

Promoteur :

Christel DUMAS

Haute Ecole
Groupe ICHEC – ISC Saint-Louis – ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

L'Investissement Socialement Responsable et l'Investissement Islamique peuvent-ils améliorer ensemble la performance de leurs investisseurs ?

Mémoire présenté par :

Sami TRABELSI

Pour l'obtention du diplôme de :

Master en gestion de l'entreprise

Année académique 2018-2019

Promoteur :

Christel DUMAS

Remerciements

Je tiens à remercier toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à la rédaction de ce mémoire.

En premier lieu, je remercie profondément, madame Christel Dumas, pour ses conseils, son aide, ses suggestions et son expertise qui m'ont permis de réaliser ce travail.

Je remercie également mes parents qui m'ont été d'un grand soutien tout au long de mon cursus, un soutien à la fois moral et économique qui m'a permis de poursuivre mes études en Belgique dans les meilleures conditions.

Je souhaite enfin remercier ma tante Myriam pour la relecture orthographique et structurelle de mon mémoire.

Table des matières

<u>INTRODUCTION</u>	1
<u>Partie I : LA FINANCE ISLAMIQUE</u>	4
1 Diverses perceptions	4
2 Origines de la finance islamique	4
3 Fondation de la finance islamique	5
4 La finance islamique : Développement et intermédiation	6
5 La finance islamique D'aujourd'hui	10
6 Les sources de droits de la finance islamique : Charia	12
6.1 Sources principales	12
6.2 Sources secondaires	13
6.3 D'autres sources	13
7 Principes de l'économie et de la finance islamique	14
7.1 Composantes générales de l'économie islamique	14
7.2 Principes de la finance islamique	16
7.2.1 Les 5 principes fondamentaux	16
7.2.2 D'autres principes	17
8 Techniques de filtrage des indices islamiques	18
8.1 Filtrage extra financier	18
8.2 Filtrage financier	19
9 Revue littéraire sur la performance de l'investissement islamique	19
<u>Partie II : L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE</u>	22
1 Diverses perceptions	22
2 Origines et fondation de l'ISR	25
2.1 Origine de l'ISR	25
3 Fondation et développement de l'ISR contemporain	26
4 Les préoccupations des investisseurs socialement responsables	29
5 Les principaux acteurs de l'ISR	30
5.1 L'offre et la distribution des produits	30
5.2 Les investisseurs institutionnels	30
5.3 Les agences de notation extra-financières	30
5.4 Les indices boursiers éthiques	30
5.5 Les organismes de promotions de l'ISR en Europe	31
6 Les pratiques de l'ISR	32
6.1 L'activisme actionnarial	33
6.2 Filtrage négatif	35
6.2.1 Exclusion sectorielle	35
6.2.2 Exclusion normative	36
6.3 Sélection ESG	36
6.3.1 Best-in-class	37

6.3.2 Best-in-Universe	38
6.3.3 Best effort	38
7 Revue littéraire sur la performance de l'ISR	38

Partie III : ISR ET FINANCE ISLAMIQUE	40
--	-----------

1 Convergences	40
1.1 Histoires fondées sur la doctrine religieuse	40
1.2 Une finalité morale	41
1.3 Partage de pertes et de profits	41
1.4 Partage	42
1.5 Critères extra-financiers – Exclusion sectorielle	42
1.6 Des organismes de certifications	42
2 Divergences	43
3 Une perspective de collaboration	44

PARTIE IV : ETUDE DES PERFORMANCES DES DEUX PORTEFEUILLES D'INVESTISSEMENT	46
---	-----------

1 Méthodologie de l'étude pratique	46
2 Présentation des indices utilisés	46
2.1 Présentation de l'indice islamique	47
2.2 Présentation de l'indice socialement responsable	47
2.3 Présentation de l'indice de marché	48
2.4 Présentation de l'indice islamique et socialement responsable	48
3 Le taux sans risque	50
4 Analyse descriptive des indices	51
4.1 Mesures théoriques	51
4.1.1 Le rendement	51
4.1.2 L'écart-type	52
4.1.3 Le coefficient bêta	52
4.1.4 Le coefficient de corrélation	53
4.2 Description statistique des indices	53
5 Création des deux portefeuilles d'investissements	56
5.1 Méthodologie	56
5.2 Concepts théoriques	57
5.2.1 Ratio de Sharpe	57
5.2.2 Ratio d'information	57
5.2.3 Ratio de Treynor	58
5.2.4 Ratio de Jensen	59
5.2.5 Ratio de Sortino	60
5.3 Portefeuille N°1	60
5.3.1 Portefeuille sélectionné	60
5.3.2 Analyse de performance	61
5.4 Portefeuille N°2	63
5.4.1 Portefeuille sélectionné	63

5.4.2 Analyse de performance	63
6 Remarques importantes	65
7 Quelques éléments à prendre en considération	66
<u>CONCLUSION</u>	68
<u>BIBLIOGRAPHIE</u>	71
<u>ANNEXES</u>	<u>ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.</u>

Liste des Figures

Figure 1: Croissance de l'actif bancaire islamique en milliards de dollars	9
Figure 2: Composition du secteur financier islamique	11
Figure 3: Répartition des actifs bancaires islamiques dans le monde	12
Figure 4: : Performance du MSCI AC World Index vs Dow Jones Islamic Market World index (2005-2010)	20
Figure 5: Performance du Dow Jones Global vs Dow Jones Islamic index (2014-2018)	21
Figure 6: ISR aux États-Unis entre 1955 et 2016	28
Figure 7: Croissance des ISR en Europe	28
Figure 8: Thèmes d'investissement durable 2018	29
Figure 9: Les six principes pour un investissement socialement responsable	32
Figure 10: Cartographie des critères ESG	37
Figure 11: Rendements moyens mensuels des 4 indices	54

Liste des Tableaux

Tableau 1: Définitions de l'ISR par les différents SIF en Europe et aux États-Unis	24
Tableau 2: Les organismes de certifications ISR existants	43
Tableau 3: : Composition du Taskia Islamique SRI index selon Wiku (2017)	49
Tableau 4: Pondération des sociétés de l'indice TISI modifié	50
Tableau 5: Rendement et risque journalier et annuel des échantillons	55
Tableau 6: Corrélation entre les 4 indices	55
Tableau 7: Béta des 4 indices	55
Tableau 8: Composition du portefeuille n°1	61
Tableau 9: : Comparaison de deux investissements islamiques	62
Tableau 10: Composition du portefeuille n°2	63
Tableau 11: Comparaison de deux investissements socialement responsables	64
Tableau 12: Performance des différents produits d'investissements	66
Tableau 13: Béta des différents produits d'investissements	66

Introduction

Les études économiques nous ont toujours enseigné que le comportement humain était motivé par la maximisation de l'intérêt personnel allant même à agir au détriment d'autrui ou à transiger à certains de ses principes. Toutefois on retrouve aussi plusieurs études telles que celles élaborées par Fehr (2000) et Gachter (2002) qui affirment le contraire. Ces études démontrent que plusieurs personnes s'écartent de ce comportement exclusivement égoïste, que l'altruisme reste une caractéristique puissante de l'être humain, que l'utilité d'un individu dépend aussi de l'utilité des membres de sa communauté et que les aspects éthiques et sociaux peuvent être d'importants déterminants du comportement économique (Renneboog et al, 2007). Il s'agit de ces catégories d'individus ou d'investisseurs dont nous allons traiter dans ce sujet de mémoire.

L'Investissement Socialement Responsable (ISR) a connu une vrai effervescence ce dernier siècle. Il a su s'imposer dans le paysage d'investissement en faisant partie aujourd'hui des stratégies les plus préférées de la part des investisseurs. Se distinguant par rapport aux autres catégories d'investissements par son approche durable, long terme et visant à promouvoir des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance sans pour autant négliger le profit de sa quête. Les actifs de l'ISR ont ainsi grimpé considérablement ces dernières années en comptant en fin 2018 un peu moins de 31 mille milliards de dollars d'actifs dans les 5 marchés principaux d'investissements durables (Europe, États-Unis, Canada, Japon et Australie/Nouvelle-Zélande). Cette croissance a été de 34% entre 2016-2018, de 25% entre 2014-2016 et de 61% entre 2012-2014 (GSIA, 2016) ; (GSIA, 2018). Ce qui explique pourquoi la croissance de l'ISR a été considérée comme un des développements des plus significatifs du secteur financier. Néanmoins, dans cette optique de croissance, l'ISR veut s'étendre dans de nouveaux territoires tels que ceux des pays émergents mais se heurte selon Lasteyrie à des barrières culturelles, de standards et de transparencies pour certains d'entre eux (Cité par Schafroth, 2012).

La Finance Islamique (FI), est connue pour être une finance éthique puisque son système financier repose essentiellement sur l'équité sociale, la justice et la transparence (Thiam, 2013). La FI a présenté aussi une évolution assez significative en dépassant les 2000 milliards de dollars d'actifs islamiques répartis entre les secteurs bancaires, d'assurance et celui des marchés de capitaux. Malgré une croissance à deux chiffres entre les débuts des années 2000 et 2014 et des prédictions qui portaient en faveur d'une progression continue, une légère stagnation a été constatée ces dernières années (Azmi et al, 2019).

« Il n'est de fertile que la grande collaboration de l'un à travers l'autre. Et le geste manqué sert le geste qui réussit. Et le geste qui réussit montre le but qu'ils poursuivaient ensemble à celui qui a manqué le sien. »

Saint-Exupéry, Citadelle, chap. IX.

Etant donné que la FI a besoin de stimuler sa croissance et que l'ISR a besoin de s'élargir dans d'autres régions telles que celle où la FI est établie, une collaboration entre eux peut s'avérer intéressante.

Mis à part les deux problèmes soulevés auxquels font face la FI et l'ISR, ces derniers laissent entrevoir plusieurs aspects de convergences qui les inciteraient à coopérer ensemble, à combler certaines lacunes et à continuer dans cette dynamique de croissance.

Ceci m'amène à penser qu'une telle collaboration ne pourrait avoir lieu que si les pratiques de la FI et celle de l'ISR peuvent ensemble faire dégager une nouvelle forme d'investissement financièrement stable et tout aussi durable.

La question est ainsi de savoir si la FI et l'ISR peuvent ensemble améliorer la performance de leurs investisseurs sans pour autant nuire à aucun des principes fondamentaux de ces derniers. Si cela s'avère possible, cela inciterait probablement les parties prenantes des deux catégories d'investissements à collaborer ensemble. Sachant aussi qu'aucune mesure concrète n'a été entreprise à ce sujet, cette question me semble être intéressante à traiter.

Nous essaierons à travers ce mémoire d'infirmer ou de confirmer cette hypothèse et ceci dans un pays bien déterminé, l'Indonésie.

Pour répondre à cette question de recherche l'organisation de ce manuscrit a été structurée en quatre parties principales :

- Les parties I et II seront consacrées à une revue littéraire de la FI et l'ISR et nous y aborderons les origines de ces catégories d'investissements, les principes fondamentaux, les parties prenantes, un état des lieux de chacune d'entre elles mais aussi une revue des performances passées. Ces deux premières parties ont pour objectifs de connaître le fonctionnement de chacun mais aussi de comprendre leurs principes éthiques qui inspirent ces classes d'investisseurs.

- La partie III sera dédiée à une analyse de convergence et de divergence entre la FI et l'ISR. Cela nous permettra de soulever d'une part les points communs que

partagent ces deux investissements mais aussi quelques éléments qui peuvent freiner ou empêcher cette collaboration. A la fin de cette partie nous étudierons les perspectives futures que peut apporter une telle coopération.

- La partie IV représente l'étude pratique de ce mémoire. Afin de répondre à notre question de recherche nous allons créer un indice qui répond à la fois aux critères d'investisseurs islamiques mais aussi à ceux des investisseurs socialement responsables. Le marché indonésien nous servira comme terrain d'études et les données récoltées seront extraites de sites tels que Yahoo finance et Investing sur une période de 5 années. Par la suite, nous verrons à travers le calcul de plusieurs ratios de performances populaires si cet indice s'avère être viable ou non.

Partie I : La finance islamique

1 Diverses perceptions

Plusieurs définitions ont été avancées sur la finance islamique. Parmi l'une des plus pertinentes où on y retrouve des aspects autres que celle du pur profit, on peut retrouver celle énoncée par M. Causse en 2012 « la finance islamique est souvent présentée comme un ensemble de quelques techniques permettant d'exercer une activité bancaire sans taux d'intérêt. En réalité, elle constitue un système financier à part entière, s'appuyant sur une théorie économique, elle-même construite sur les principes et règles de la charia. La sphère économique n'est pas considérée comme une sphère autonome « désencastrée » de la vie en société » (cité par Erragguy, 2019, p.177).

En effet, plusieurs auteurs ont porté l'accent sur l'influence des aspects économiques, sociaux et politiques en islam sur la finance islamique (Erragguy, 2019, p.177).

Nous pouvons aussi citer Comar-Obeid pour appuyer cette perception en caractérisant la finance islamique comme « toute l'activité économique de l'islam, étant soumise à la question du halal et du haram, du licite et de l'illicite, dépend donc des valeurs morales et sociales que doit respecter l'individu dans ses différentes activités » (cité par Guéranger, 2009, p.25).

D'autres auteurs présentent la finance islamique comme une finance éthique. En effet, selon Mzid « la finance islamique est, avant tout, une finance éthique, qui privilégie un système de valeurs bâti sur la nécessité d'éviter ce qui est interdit, sur un équilibre entre l'intérêt personnel et l'intérêt public, mais aussi sur les valeurs de l'équité, la transparence, la sincérité... Ces valeurs sont d'une importance capitale et doivent se refléter obligatoirement dans les actes et les transactions ». Hassoune la présente aussi comme une forme de finance éthique qui tend à servir « l'économie réelle » se basant sur un nombre réduit de « principes structurants » (cité par Erragguy, 2019, p.177).

On peut ainsi conclure que la finance islamique est une finance éthique qui a pour but d'améliorer l'état de la société se référant exclusivement aux principes dictés par la religion musulmane, admissible pour toute ère et tout lieu.

2 Origines de la finance islamique

Bien qu'elle soit perçue comme un phénomène moderne, la finance islamique est aussi ancienne que la religion en elle-même avec des principes qui sont essentiellement dérivés du Coran, qui a été révélé il y a un peu plus de 1400 ans (Naveed, 2015, para.1). Selon NedalAlchaar et Sandra, à cette époque, le prophète Mohamed utilisait l'un des

produits islamiques des plus populaires aujourd’hui, le *Mudaraba*, pour se livrer à des activités commerciales (cité par Goffinet, 2018, p.3).

Les premières transactions fondées sur la charia et sur les principes de l'économie islamique ont été pratiquées pendant l'âge d'or de la civilisation islamique, qui s'est déroulée au Moyen Age, du milieu du VII siècle à la moitié du XIII siècle (Naveed, 2015, para.3). A cette époque, les habitants ont établi des routes commerciales qui s'étendaient de Gibraltar (JabalTariq en arabe) à la mer de Chine et le long desquelles s'effectuait un commerce basé sur les principes du commerce islamique (Naveed, 2015, para.4).

Par ailleurs, les pratiques de la finance islamique furent délaissées pendant un peu plus de 800 ans et n'ont refait surface qu'à partir du siècle dernier dans les années 60 (NedalAlchaar et Sandra, 2009). Nous allons ainsi nous limiter sur cette période pour présenter la fondation et le développement de la finance islamique.

3 Fondation de la finance islamique

Quelques ébauches ont été entreprises pour fonder une finance islamique il y a de cela 80 ans. En effet deux tentatives ont été engagées dans les années 40 en Malaisie et en 1950 au Pakistan. Malheureusement ces deux tentatives se sont soldées par un échec (Institut Numérique, 2013, para.4).

La finance islamique n'a réellement refait surface qu'en 1962 avec l'apparition de la première pratique financière islamique à Mit Gham en Egypte (Sid Ahmed, 1982, p.878). Cette démarche a été entreprise par l'économiste Ahmad El Naggas qui s'est lui-même inspiré du modèle de caisses d'épargnes allemandes (Sprkassen) (Abedifar et al, 2014, p.3).

Pour ce faire il instaura un système d'entraide entre musulmans et cela par le biais de microcrédits, afin de subvenir aux besoins d'une population rurale, très croyante et désirante de rester à l'écart des intérêts et de pratiquer des transactions financières cohérentes à leurs principes religieux (Boulabas, 2012, para.5). Aucun intérêt n'était versé aux titulaires des comptes. Mais afin de les inciter, ces derniers étaient autorisés à obtenir des petits prêts pour une courte échéance et ce à des fins productives (Abedifar et al, 2014, p.3).

Par la suite, des comptes d'investissements basés sur le principe de partage de pertes et de profits ont été créés, séduisant la population étant donné qu'ils répondent à un des principes fondamentaux de la finance islamique (Abedifar et al, 2014, p.3). Le succès de cette création fut remarquable vu qu'en 1967 cette « institution » islamique possérait à son actif plus d'un million d'adhérents. Malgré cet engouement

l'établissement fut fermé 5 années après sa création pour des raisons semble-t-il politiques (Sid Ahmed, 1982, p.878).

Cependant, cette initiative a inspiré plusieurs pays et a engendré plusieurs structures de financement islamique. Nous pouvons prendre pour exemple le fond islamique d'entraide appelé le Tabung Hadji. Ce fond a été créé en 1969 en Malaisie dans le but d'aider les pèlerins (allant à la Mecque afin d'accomplir un des cinq piliers de l'islam), il joue encore aujourd'hui un rôle important en Malaisie (Boulabas, 2012, para.7).

Par ailleurs, la première institution financière sans intérêt qui porte le nom de banque n'a été créée qu'en 1971 en Egypte, à savoir la Nasser Social Bank. Ce fut la première fois qu'un gouvernement d'un pays musulman apportait son soutien pour la constitution d'un établissement financier sans intérêt (Abedifar et al, 2014, p.3). Même si les objectifs de cette banque étaient purement sociaux, tel que fournir des prêts aux plus démunis, des bourses d'études aux étudiants ou même des microcrédits (se basant sur le principe de partages de pertes et de profits), cette démarche a envoyé des signaux importants aux hommes d'affaires musulmans en possession de surplus de fonds (Abedifar et al, 2014, p.3).

Cette augmentation des avoirs de certains pays arabes, exportateurs de pétrole a donc incité à la création de nombreuses autres institutions durant les années 70 (Sid Ahmed, 1982, p.878). En effet l'une des années les plus importantes dans l'histoire de développement de la finance islamique fut en 1973 avec la création de la Banque Islamique de développement (BID) (Abedifar et al, 2014, p.3). L'objectif principal de la BID est et est toujours de promouvoir le développement économique et social dans le monde musulman tout en restant conforme aux principes de la Charia (Cerovic et al, 2017, p.243). La BID a autorisé un capital de 2.277 millions de dollars dont 899.5 millions souscrits immédiatement (Sid Ahmed, 1982, p.878). Parmi les 40 pays islamiques actionnaires, 4 gros participants ont souscrit dès la création un peu plus de 600 millions de dollars dont l'Arabie Saoudite, les Emirats arabes unis, la Libye et le Koweït (Sid Ahmed, 1982, p.878). Les activités de cette institution n'ont débuté qu'après deux ans. Par la suite plusieurs banques ont vu le jour à la fin de cette décennie, notamment la première banque privée commerciale à Dubaï en 1975, puis au Soudan avec la création du Faisal Islamic Bank of Sudan en 1977 et au Bahreïn (Bahrain Islamic Bank) en 1979 (Cerovic et al, 2017, p.244). C'est ainsi que fut créée la finance islamique.

4 La finance islamique : Développement et intermédiation

L'industrie financière islamique ne s'est transformée en une économie de marché qu'entre 1975 et 1990 en offrant un modèle alternatif d'intermédiation financière par

la création de nombreuses institutions financières islamiques dans le secteur privé (Abedifar et al, 2014, p.4). Trois pays à savoir le Soudan, l'Iran et le Pakistan avaient d'ailleurs déclaré souhaiter éliminer progressivement tout intérêt de leur économie et le remplacer par un système bancaire islamique entièrement basé sur les principes islamiques. L'Iran et le Soudan avaient pratiquement atteint leurs objectifs en 2014 (Abedifar et al, 2014, p.4).

Un autre évènement marquant avait aidé la croissance de la finance islamique pendant cette période. En effet, plusieurs banques multinationales ont commencé à offrir des produits financiers islamiques. Il s'agissait d'une reconnaissance sans équivoque de la viabilité d'un nouveau modèle et de son adhésion par les acteurs internationaux (Abedifar et al, 2014, p.4). De plus la Banque Mondiale en 2013 avait créé - en collaboration avec le gouvernement Turc - le Centre Mondial de Développement de la Finance Islamique dans le but de développer la finance islamique à l'échelle internationale et de fournir des services de conseils ainsi qu'une assistance technique pour les pays clients sollicitant la croissance d'institutions et de marchés financiers islamiques (The World Bank, 2015, para.12).

Par la suite, d'autres institutions financières ont vu le jour dans les années 90. Il s'agissait notamment de compagnies d'assurances, de fonds d'investissements mais le plus important était la mise en place d'une infrastructure qui venait soutenir l'industrie financière islamique (Abedifar et al, 2014, p.5). En effet les deux organes de normalisation et de gouvernance responsables au maintien du déploiement de la finance islamique selon les règles instaurées par la *Sharia* sont l'Islamic Financial Services Board et l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions :

a) Islamic Financial Services Board

L'Islamic Financial Services Board (IFSB) est une organisation internationale de normalisation qui promeut et renforce la solidité et la stabilité du secteur des services financiers islamiques (secteur banque, assurance et marchés financiers) en publiant les normes prudentielles mondiales et les principes directeurs pour les secteurs cités (IFSB,2010).

Il a été constitué le 3 novembre 2002 à Kuala Lumpur et a débuté ses opérations le 10 mars 2003. Il compte de nos jours 180 membres dont 78 autorités de régularisation et de surveillance, 8 organisations internationales et inter-gouvernementales et 94 acteurs de marché opérant dans 57 juridictions différentes telles que : les institutions financières, cabinets, associations, etc. (IFSB,2010).

L'IFSB dirige également des recherches et assure la coordination de toutes initiatives traitant sur des questions liées à l'industrie. Il se charge aussi de l'organisation de tables rondes, des séminaires et des conférences pour les organismes et les intervenants de l'industrie islamique (IFSB,2010).

b) Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

L'AAOIFI est une organisation à but non lucratif qui a été créée au Bahreïn en 1991. Cette organisation est principalement responsable de l'élaboration et de la publication de normes pour l'industrie financière islamique mondiale en publiant un total de 100 normes dans les domaines de la charia, de la comptabilité, de l'éthique et de la gouvernance pour la finance islamique internationale (AAOIFI, 2017).

L'AAOIFI poursuit de nombreux objectifs dont les suivants (AAOIFI, 2017) :

- Développer la comptabilité, l'audit, la gouvernance et l'éthique pour tous les champs d'activités des institutions financières islamiques en respectant à la fois les normes et pratiques internationales et les règles de la Charia.
- Diffuser les informations à travers des séminaires de formation, des publications de bulletins d'informations périodiques, de préparations de rapports, des recherches et par bien d'autres moyens.
- Veiller à ce que les concepts et pratiques des conseils de surveillance de la Charia entre les différentes institutions financières soient conformes et similaires afin d'éviter toute contradiction et incohérence entre les fatwas et interprétations de ces institutions. Cela se fait en préparant, interprétant et publiant les normes et règles de la Charia pour tout ce qui concerne les investissements, moyens de financement et assurances.
- Approcher les organismes de réglementation concernés, les institutions financières islamiques, les autres institutions qui offrent des services financiers islamiques et les cabinets de comptabilité et d'audit afin de faire respecter les normes ainsi que les déclarations et directives promulguées par l'AAOIFI.
- Exercer d'autres activités y compris la certification de la conformité aux normes de l'AAOIFI en matière de comptabilité, d'audit, de gouvernance, de Charia et d'éthique.

Mis à part cela, quelques événements connus du public ont contribué à l'expansion de la finance islamique. Le premier événement fut la tragédie qui a frappé les Etats-Unis le 11 septembre 2001. En effet, les attentats ont contraint un nombre important d'investisseurs islamiques de fuir les États-Unis et de rapatrier leurs capitaux vers leur pays d'origine par peur d'être assimilés au financement de terrorisme et de se faire

confisquer leurs avoirs (Korbi, 2018, p.20). Cela a permis certes d'augmenter la valeur des actifs islamiques, mais a néanmoins dégradé l'image de la finance islamique au vu du peuple américain malgré plusieurs efforts de la part de nombreuses parties pour dissuader ceux qui pensent qu'un lien existe entre la religion et les violences qui ont eu lieu (Korbi, 2018, p.23). Par la suite, vinrent s'ajouter les gains amassés dans les pays du Moyen-Orient à la suite de l'accélération de la production du pétrole et de la montée du prix (Korbi, 2018, p.20). Enfin la crise des *subprimes* vint mettre en lumière la finance islamique en la considérant pour certains comme plus efficiente que la finance conventionnelle pendant les crises grâce à son réalisme, étant donné qu'il n'y a aucun détachement entre la sphère réelle et la sphère financière, et pour ses valeurs éthiques et morales (Jawadi, 2012, p.126). D'autres aussi perçoivent la finance islamique comme remède voire une solution pour les crises financières futures.

Tous les éléments que nous venons d'étudier ont fait de la finance islamique une composante importante dans le système financier international avec une croissance comptée parmi les plus rapides (50% plus importante que l'ensemble du secteur bancaire) (UCL, 2019). Avec aussi une croissance annuelle moyenne du secteur bancaire islamique comprise entre 10 et 15% (Bouayad Amine, 2012, p.110).

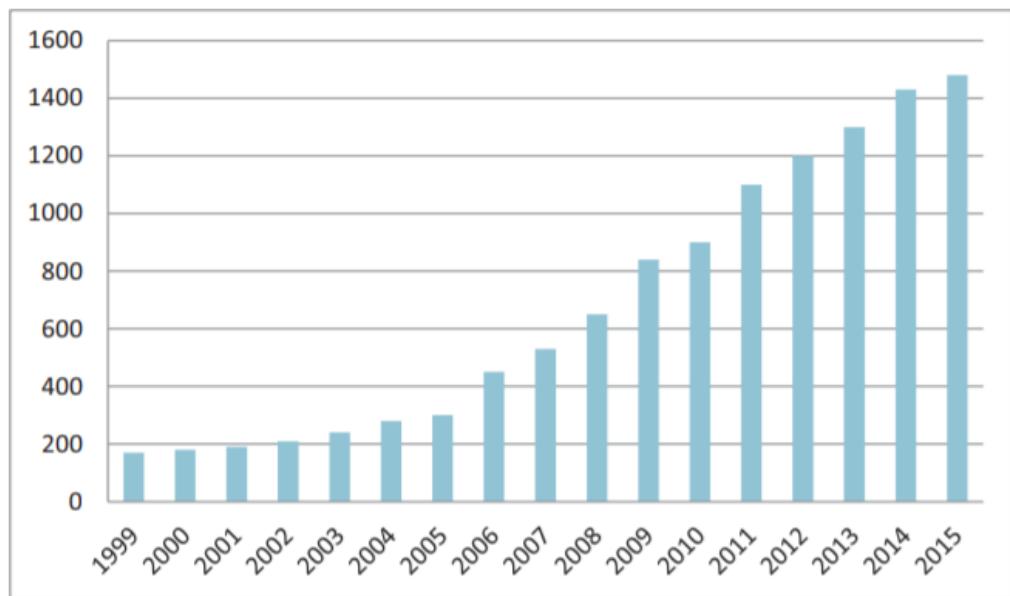


Figure 1: Croissance de l'actif bancaire islamique en milliards de dollars

Source : Korbi, F. (2018). La finance islamique : une nouvelle éthique ? : Comparaison avec la finance conventionnelle. Récupéré le 17 juin 2019 de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01871008/document>

5 La finance islamique d'aujourd'hui

De nos jours la finance islamique se déploie de plusieurs façons (Abedifar et al, 2014, p.5) :

- Des banques et institutions financières opérant dans des pays où la promotion d'un système financier est assuré par un soutien actif des gouvernements.
- Des banques et institutions financières islamiques exerçant dans le secteur privé et en concurrence avec des établissements dits conventionnels.
- La finance islamique est aussi pratiquée par des banques commerciales conventionnelles à travers des « fenêtres islamiques » mais aussi par des institutions financières non bancaires.
- Des institutions financières multinationales telle que la Banque islamique de développement à Djeddah opérant selon les principes de la *Sharia*.
- Plusieurs instruments islamiques dans les marchés de capitaux tels que : les fonds communs de placement, *Sukuks* (obligations), *Takaful* (assurance), etc. Cela même dans des pays occidentaux comme Londres qui a financé une partie du village olympique à travers une émission de *Sukuks*.

Le nouveau rapport sur l'Islamic Financial Services Industry publié par l'Islamic Financial Services Board (IFSB) au Kuala Lumpur le 8 juin 2018, a confirmé les prévisions antérieures selon lesquelles l'industrie mondiale de la finance islamique a dépassé la barre les 2000 milliards d'actifs dans les secteurs de banque, de marché de capitaux et d'assurances (Gulf Times, 2018, para.1). Notons aussi que la finance islamique se repose essentiellement sur le secteur bancaire comme le montre le schéma suivant.

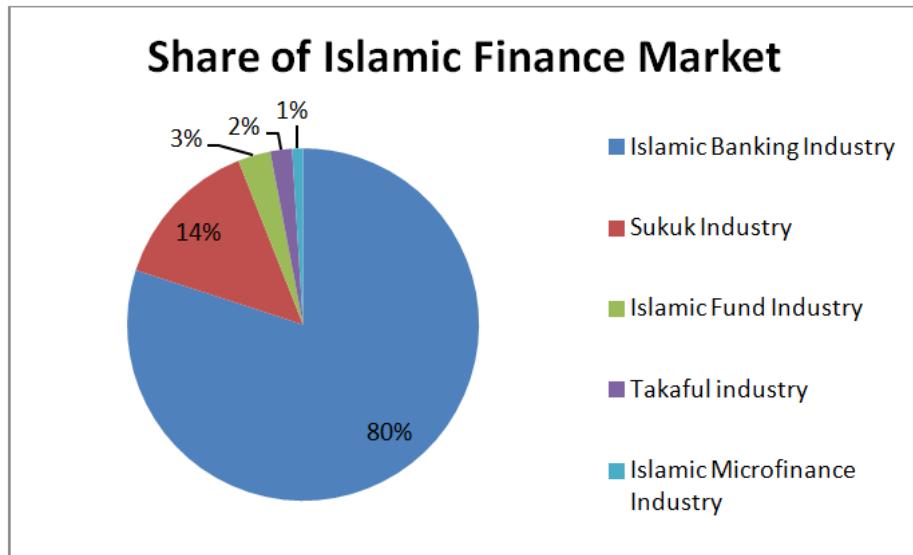


Figure 2: Composition du secteur financier islamique

Source: Mughal, M. (2017). A Global Analysis about the Outlook of Islamic Banking and Finance in 2017. Récupéré le 19 juin 2019 de <https://uaebusiness.com/2017/01/13/islamic-banking-and-finance-in-2017/>

L'actif total étant évalué à 2,05 mille milliards à la fin de l'année 2017 a marqué une croissance 8,3% en dollars américains sur une année renversant une tendance quasi-stagnante lors des deux années qui ont précédé. Il était de 1,89 mille milliards de dollars en 2016 et de 1,88 en 2015 (Gulf Times, 2018, para.2).

Selon Euronews (2018) les banques islamiques sont présentes dans un peu plus de 60 pays. Le FMI (Fonds Monétaire International) compte d'ailleurs présenter des recommandations et des régularisations d'ici la fin de l'année 2019 pour inciter aux développements de ce secteur, un développement qui selon les pronostics devrait dépasser la barre des 3000 milliards de dollars à l'horizon 2022. La figure qui suit montre la répartition des actifs bancaires islamiques, avec des parts assez importantes en Iran (34,4%) et en Arabie Saoudite (un peu plus de 20%).

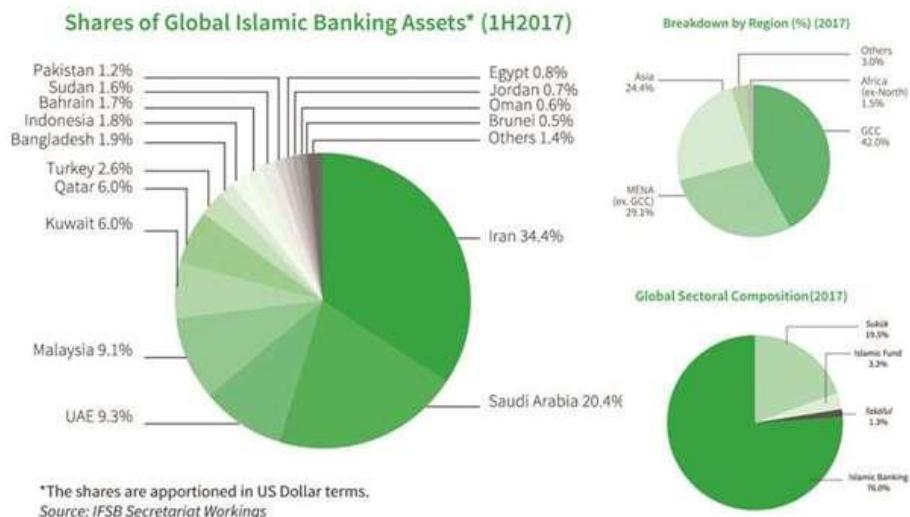


Figure 3: Répartition des actifs bancaires islamiques dans le monde

Source: Gulf Times (GT). (2018). Islamic finance industry assets surpass \$2tn-mark. Récupéré le 18 juin 2019 de <https://www.gulf-times.com/story/596054/Islamic-finance-industry-assets-surpass-2tn-mark>

Malgré un développement assez important la finance islamique prend une place assez minime dans l'économie mondiale avec une proportion de 1% selon la banque des Emirats NBD (Euronews, 2018, para.4).

6 Les sources de droit de la finance islamique : Charia

La Charia est un terme arabe qui veut dire « voie » ou le chemin à suivre qui permet de respecter la loi de Dieu. Elle englobe un certain nombre de règles, d'interdictions, de sanctions (Boireau, 2011, para.3). La Charia est en quelque sorte le code de conduite islamique.

Cette source de droit est divisée en deux classes, des sources primaires et des sources secondaires.

6.1 Sources principales

a) Le Coran

Le Coran représente le livre sacré des musulmans, c'est la parole de Dieu qui a été transmise à travers l'archange Gabriel au prophète Mohamed pour que celui-ci la transmette à l'homme (Benali, 2017, para.1). Ces textes sont composés de plus de 6000

versets, 600 d'entre eux englobant des règles de droits dont seulement une dizaine traitent de l'économie et de la finance (Guéranger, 2009, p.27). Le Coran est ainsi qualifié de source suprême pour tout musulman.

b) La Sunna

La Sunna est un ensemble d'actions, paroles et de silences accomplis par le prophète Mohamed tout au long de sa vie. Elle vient compléter d'autres points non traités dans le Coran et en éclaircir quelques-uns (CDD, s.d). La Sunna est principalement basée sur des récits (Hadith) qui ont été témoignés par les compagnons et suivants du prophète, elle est aussi considérée comme une source certaine et incontestable pour les musulmans (CDD, s.d).

6.2 Sources secondaires

a) L'Ijma

L'Ijma représente la troisième source légale du droit islamique. Il se traduit par un consensus d'accords unanimes de l'ensemble des jurisconsultes (muftis) et des savants (oulémas) sur des réponses à des questions qui n'ont été traitées ni par le Coran ni par la Sunna (Guéranger, 2009, p.27). Les méthodes déployées d'investigation, de recherche et d'effort personnel s'appellent l'*Ijtihad*, terme arabe qui veut dire effort (Guéranger, 2009, p.27).

b) Qiyas

Le Qiyas est une autre méthode de raisonnement par analogie qui se déploie lorsqu'aucune solution n'est proposée par les 3 sources précédentes. Cela consistant essentiellement à étendre une règle prévue pour d'autres cas proches ou similaires (CDD, s.d). C'est une combinaison entre la révélation et la raison humaine (Guéranger, 2009, p.27).

6.3 D'autres sources

Toutes les sources que nous venons d'évoquer font l'unanimité dans toutes les écoles de pensées islamiques. Par ailleurs, il existe selon Diplo (2014) d'autres sources qui diffèrent d'une école à une autre (cité par Goffinet, 2018, p. 10) :

- L'intérêt universel « Al Maslaha al Moursala »
- Le choix préférentiel « Al Istihsan »
- L'usage « Al Urf »
- La présomption de continuité « Al Istishab »
- L'avis d'un compagnon du Prophète
- Les lois du peuple monothéiste antérieur

Il faut préciser que ces autres sources secondaires ne sont applicables que localement, ne peuvent être prises en compte qu'au moment des faits et ne doivent en aucun cas interférer contre les 3 principales sources de la Charia (Guéranger, 2009, p.29).

7 Principes de l'économie et de la finance islamique

Il semble intéressant de traiter en deux parties et séparément les éléments de l'économie en islam et de sa finance étant donné que la première partie nous permettra d'illustrer un cadre général du fonctionnement de ce secteur et que l'autre partie traitera par la suite les principes de la mise en œuvre pratique.

7.1 Composantes générales de l'économie islamique

L'islam préconise une approche capitaliste de l'économie qui incite ses adeptes à travailler durement dans le but de réaliser des gains, de rivaliser dans les affaires, de posséder sa propre propriété et de prendre des risques dans les investissements (Asakri et Taghavi, p.195).

Etant donné que l'islam prend en considération le fait que des contraintes émotionnelles, la pauvreté et le système économique peuvent inciter les personnes à recourir à des approches malsaines et inappropriées pour subvenir à ses besoins, la Charia a bâti un système économique qui tend à assurer l'emploi, l'éducation, la réduction de la pauvreté et le développement social (Asakri et Taghavi, p.195).

Ce système économique est établi autour de plusieurs principes, dont nous en développerons certains.

a) L'équité

Chaque musulman a pour obligation de gagner sa vie de façon convenable, honnête et en toute probité. En effet, toute rémunération doit être le fruit d'un travail fourni et non pas du hasard ou bien du temps passé (on fait référence ici aux intérêts fixes perçus

d'un compte épargne par exemple). Aucune monopolisation, aucun abus, manipulation ou exploitation du prochain n'est aussi toléré (Guéranger, 2009, p.65).

b) La liberté économique

Le principe de liberté économique joue un rôle très important et sous-entend aussi une certaine régularisation. En effet, toute information qui peut faire valoir ou dévaloriser le prix d'un bien ou service doit être transmise aux agents économiques afin de pouvoir allouer leurs ressources de la manière la plus concise et rationnelle que possible (Guéranger, 2009, p.66). Ce principe se fait selon les éléments suivants (Guéranger, 2009, p.66) :

- Liberté des prix : Le régulateur ne peut interférer dans la détermination du prix, qui se forme par la rencontre entre l'offre et la demande. Par ailleurs si un dysfonctionnement se présente dans le marché telle qu'une hausse de prix artificielle due à une pénurie, le régulateur peut intervenir dans le but de maintenir l'équité.
- Diffusion de l'information : L'agent économique qui a souffert d'un manque d'information d'une manière délibérée est considéré comme ignorant (*jahal*) et a le droit d'annuler le contrat et de reprendre ses droits.
- Liberté de contracter : Tout individu a la liberté de contracter selon les normes, principes et la morale qui encadrent la religion.

c) L'esprit entrepreneurial

Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'islam incite à prendre des initiatives entrepreneuriales dans le but de s'enrichir tant que celles-ci sont le fruit d'un travail et un risque pris qui conduit à une création de valeurs conformément à la *Charia* (Guéranger, 2009, p.66-67).

d) La propriété

La religion musulmane fait valoir le droit de conserver ce que l'on gagne et d'acquérir un droit de propriété à travers un échange, un contrat ou une succession (Asakri et Taghavi, p.197). Ces droits ne peuvent en aucun cas être volés ou confisqués, sinon cela sera considéré comme une oppression ou une exploitation de l'être humain (Asakri et Taghavi, p.197).

7.2 Principes de la finance islamique

7.2.1 Les 5 principes fondamentaux

a) L'interdiction du prêt à intérêts (*Riba*)

L'interdiction de l'intérêt en islam ne sous-entend pas l'interdiction de percevoir un gain sous forme de pourcentage, mais signifie au sens large l'interdiction de bénéficier d'un surplus sans rien contribuer en échange. Considéré aussi comme un des péchés capitaux en islam, le prêt ne peut en aucun cas générer du profit et il est de même interdit de déguiser des intérêts de retards en commissions ou en pénalités (Mzid, p.55). Selon Erragraguy (2015), cette interdiction constitue l'élément majeur de distinction entre la finance conventionnelle et la finance islamique.

b) L'interdiction de l'incertitude (*Gharar*)

D'après El-Gamel (2012), le *Gharar* est considéré comme toute transaction dont la contrevaleur n'est pas précisée et où l'existence du bien et ses caractéristiques sont incertaines (cité par Erragraguy, 2015, p.181). Cela inclut les contrats d'assurances et le marché de produits dérivés par exemple.

Si le *Riba* est considéré comme totalement interdit, le concept de *Gharar* reste néanmoins un peu ambigu, et a fait l'objet de nombreuses définitions ont été établies autour. Par ailleurs si l'incertitude est excessive et majeure cela aboutit automatiquement à la nullité des contrats (Bounjoum, 2016).

c) L'interdiction du hasard (*Qimar*) et de la spéculation (*Maysir*)

Ces deux concepts viennent surtout compléter le précédent et sont donc fortement liés à la notion de *Gharar*. Ils incluent essentiellement les jeux de hasard (loteries, paris, casino, etc.) et tout contrat qui dépend d'un événement aléatoire (Bounjoum, 2016). En effet, selon quelques spécialistes, lorsqu'un élément de *Gharar* est constaté un élément de *Maysir* se trouve aussi présent.

d) L'interdiction d'investir dans des activités illicites (*Haram*)

Dans le but de favoriser un développement durable et moral et de primer sur des activités plus sociales et responsables, la Charia a imposé aux musulmans de ne pas s'adonner à des activités « illicites » (Korbi, 2018, p.45). Ces activités comportent essentiellement : le commerce d'armes, l'industrie porcine, les jeux de hasard, la pornographie, le tabac et l'alcool.

Néanmoins, quelques tolérances sont permises sous le respect de trois conditions, que nous illustrerons à travers un simple exemple : il est évident que pour le bon fonctionnement d'un hôtel ou d'une compagnie aérienne la vente de l'alcool est assez primordiale, l'islam a autorisé dans ces cas la vente de l'alcool si (Hernalsteen, 2012) :

- Cette activité illicite est une activité secondaire.
- Le pourcentage du revenu issu de ces activités ne dépasse pas un seuil compris entre 5 et 15% (le taux varie selon l'école de pensée islamique).
- Tout le bénéfice récolté de la vente d'alcool doit être directement reversé à des associations caritatives.

e) Le principe de partage de pertes et de profits

Le principe des 3P (Partage de Pertes et de Profits) vient reprendre d'une manière pratique le principe d'équité que nous avons développé précédemment. Il rejoint les valeurs de la finance participative et du capital-risque où chaque contractant assume une part de risque proportionnelle à sa contribution (Erragraguy, 2015, p.184). Cela incite aussi les apporteurs de fonds et les investisseurs à s'intéresser plus aux activités des entrepreneurs et à s'assurer que ces derniers ne pratiquent pas des activités illicites (Guéranger, 2009, p.70).

7.2.2 D'autres principes

a) L'adossement à un actif tangible

Fortement rattachée à l'économie réelle, la finance islamique impose à ce que toute transaction doit être adossée à des actifs réels et échangeables (Mzid, p.55)

b) L'interdiction des échanges qui diffèrent de valeurs

Tout échange de valeurs étalons de même caractère ne peut se faire qu'immédiatement et non pas différé dans le temps (ce qui interdit les échanges à terme) et dans des proportions équivalentes (Mzid, p.55).

c) L'interdiction de vendre des biens que l'on ne possède pas

Le profit ne peut être occasionné que par la détention ou par la vente. En effet, cela permet au détenteur de justifier son gain avec une prise de risque due à la détention du bien (Mzid, p.56). De ce fait, il est interdit de vendre ce que l'on ne possède pas ou avant même de l'avoir détenu (tel est le cas de la vente à découvert).

8 Techniques de filtrage des indices islamiques

Le principe de construction des indices islamiques repose essentiellement sur le fait de ne sélectionner que les sociétés qui respectent les 5 principes fondamentaux de la finance islamique ou du moins celles qui s'en rapprochent le plus (El Khamlich, 2010, p.42). Pour ce faire, l'Organisation de Comptabilité et d'Audit pour les Institutions Financières Islamiques (AAOIFI) a mis en place un ensemble de règles pour veiller au mieux à la sélection des sociétés.

Le processus de filtrage consiste à choisir les entreprises qui ont validé deux filtres, l'un extra financier et l'autre financier (Hernalsteen, 2012).

8.1 Filtrage extra financier

Ce filtrage consiste à éliminer les sociétés non conformes à la *Charia*. La liste des secteurs prohibés est la suivante (Hernalsteen, 2012) :

- L'industrie financière et bancaire conventionnelle.
- L'alcool.
- L'armement.
- Les loisirs (pornographie, jeux de hasard, cinéma, etc.).
- L'industrie de l'hôtellerie et de l'aviation (Pas automatiquement, si ces derniers ont effectué le processus de purification étudié précédemment).
- L'industrie porcine.
- Le tabac.

8.2 Filtrage financier

Le filtrage financier quant à lui consiste à rejeter les sociétés dont les ratios suivants dépassent les 33.33% sur les 12 derniers mois dans le marché boursier (El Khamlichi, 2010, p.43) :

- Total dettes / Capitalisation boursière moyenne
- Total créances / Capitalisation boursière moyenne
- La liquidité et les titres générant des intérêts / Capitalisation boursière moyenne

9 Revue littéraire sur la performance de l'investissement islamique

Après avoir étudié en profondeur le fonctionnement de la finance islamique, de ses principes et de ses fondements religieux et éthiques, il est essentiel d'avoir aussi une vue d'ensemble sur la performance de cette catégorie d'investissements étant donné que c'est l'essence même de ce projet de mémoire.

Selon Erragraguy (2015), les premières recherches sur l'étude de performance des portefeuilles boursiers islamiques n'ont débuté que 20 ans après la réapparition de la finance islamique avec une intensification d'introductions de plusieurs indices de cette catégorie d'investissements. Par ailleurs, on constate que contrairement à d'autres catégories d'investissements, l'investissement islamique n'a pas beaucoup été étudié. Certainement à cause de son caractère jeune et neuf.

Les deux premières études qui ont révélé la viabilité économique des investissements islamiques ont été réalisées par Ahmad (2001) et Wilson (2001) en effectuant une comparaison entre le Dow Jones Islamic Index (DJMI) et celle du Wilshire 5000 pour une période allant de 1999 à 2002 (Erragraguy et Paranque, p.9).

Leurs études ont démontré que les investisseurs islamiques n'ont pas été pénalisés par leurs contraintes éthiques et religieuses pour un rendement ajusté au risque.

Les zones géographiques dans lesquelles ont été effectuées les recherches les plus significatives se trouvent en Malaisie, en Angleterre et aux Etats-Unis en comparant les indices islamiques à leurs homologues conventionnels ou bien en y rajoutant des benchmarks globaux du marché (Erragraguy, 2015, p.224).

Les résultats de ces études démontrent des avis assez controversés. En effet les études effectuées par Elfakhani et Hassan (2005) ; Abderrezak (2008) ; Hayatet et Kraeussl (2001) viennent soutenir l'avis de Ahmed et Wilson selon lequel il n'existe aucune différence significative en terme de performance ajustée au risque entre les indices de références et les fonds islamiques (Erragraguy et Paranque, p.9-10). Par ailleurs les

travaux effectués par Hoepner et al. (2011) démontrent que les fonds islamiques endurent une sous-performance par rapport à leurs homologues conventionnels surtout dans les pays tels que la Malaise ou le Bahreïn dans lesquels le marché financier islamique est assez évolué (Erragraguy et Paranque, p.10).

Hussein et Omran (2005) viennent balayer cette ambiguïté selon laquelle ces contradictions sont dues essentiellement à la composition des indices islamiques. En effet la performance des indices qui a précédé la crise de 2000 est en réalité due à l'exclusion (Screening comptable) de plusieurs entreprises surendettées qui ont fait faillite (Erragraguy, 2015, p.224).



Figure 4: Performance du MSCI AC World Index vs Dow Jones Islamic Market World index (2005-2010)

Source: Mei Kei, Y. (2011). The ABCs of Islamic Funds. Récupéré le 21 juin 2019 de <https://www.fundsupermart.com.my/fsmone/article/article-view/1505/-The-ABCs-of-Islamic-Funds>

Par la suite la sous-performance est expliquée par une excellente performance des secteurs illicites (tels que l'alcool) qui sont assez rentables en temps normal (Erragraguy, 2015, p.224).

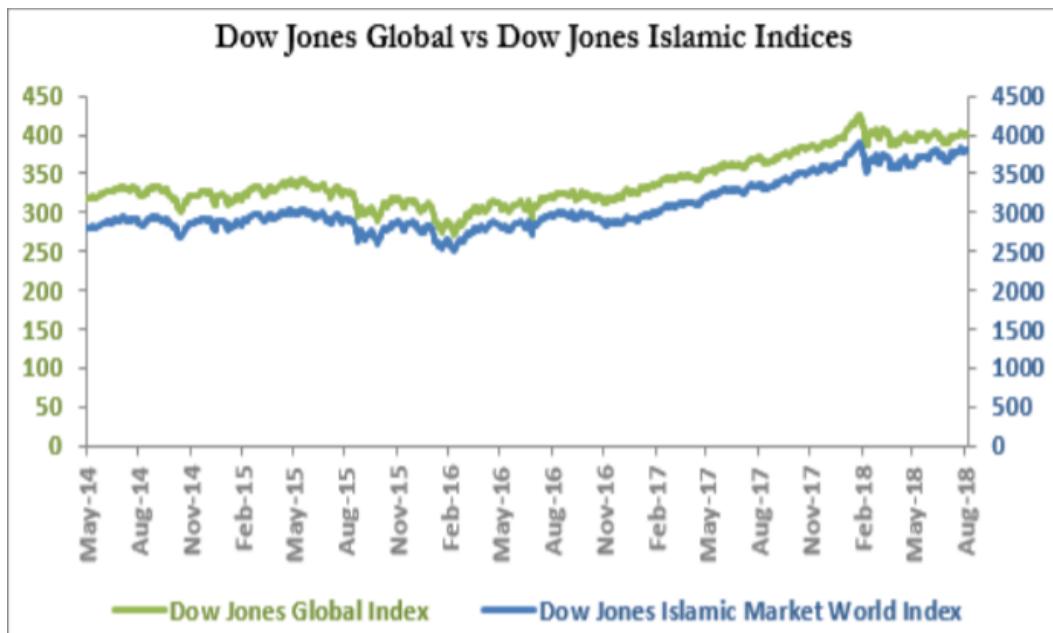


Figure 5: Performance du Dow Jones Global vs Dow Jones Islamic index (2014-2018)

Source: World Bank Group (WBG). (2018). ISLAMIC FINANCE BULLETIN. Récupéré le 21 juin 2019 de <http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/World-Bank-Islamic-Finance-Bulletin-Issue-37-July-2018.pdf>

Les deux graphiques ci-dessus démontrent assez bien la contradiction qui existent entre les différentes périodes.

Partie II : L'investissement socialement responsable

1 Diverses perceptions

Après avoir parcouru la littérature, on peut noter que l'investissement socialement responsable (ISR) a fait l'objet de plusieurs définitions, perceptions et porte même une dénomination différente d'un pays à un autre, d'une ère à une autre. En effet, dans le but de couvrir ce concept qui fait l'objet de controverses, nous aborderons plusieurs définitions et visions complémentaires.

D'après les recherches effectuées par Tronbati (2017), l'ISR porte plusieurs noms tels que l'investissement durable, l'investissement filtré, l'investissement dans l'ESG (qui satisfont des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance), l'investissement vert, l'investissement éthique (IE) et l'investissement socialement responsable. Mais selon Cowton et Sparkes (2004), les deux termes les plus utilisés sont l'ISR et l'IE. Etant donné que les premiers investisseurs à avoir établi les critères éthiques furent les investisseurs catholiques au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Australie, le terme ancien qui était utilisé était l'investissement éthique. Par la suite, plusieurs personnes et investisseurs n'appréciaient pas le fait d'utiliser le mot « éthique » pour traiter les enjeux en terme d'investissement et préféraient qualifier l'investissement classique comme irresponsable et non pas contraire à une certaine déontologie religieuse (Cowton et Sparkes, 2004). D'où son remplacement par l'investissement socialement responsable.

Nous commencerons tout d'abord par définir le concept de l'ISR par les organismes les plus influents dans ce secteur, puis par quelques auteurs et nous verrons enfin comment les différents pays abordent le concept.

Selon un rapport récent établi en 2016 par l'European Sustainable Investment Forum (Eurosif), qui représente le leader européen dans l'investissement durable et responsable en Europe : « l'investissement durable et responsable est une approche orientée sur le long terme, qui intègre des critères ESG dans les recherches, analyses et processus de sélection des titres dans un portefeuille d'investissement. Elle combine à la fois une analyse fondamentale et un engagement dans l'évaluation des facteurs ESG dans le but d'améliorer les rendements à long terme des investisseurs et d'en faire bénéficier la société en influençant le comportement des compagnies ».

Novethic, expert de la finance durable et média référence, propose une vision assez similaire que celle de l'Eurosif. Selon eux : « L'ISR favorise une économie responsable en incitant les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) à prendre en compte des critères extra-financiers lorsqu'elles sélectionnent des valeurs mobilières pour leurs

actifs financiers. » (Novethic, 2019). Les critères dont ils parlent ici sont des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Revelli et Viviani (2014) définissent l'ISR comme 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 » (cité par Tronbati, 2017).

Bruyn (1987) affirme que l'investissement responsable consiste à introduire des critères non économiques dans le choix des investissements et considère que les investisseurs responsables peuvent se préoccuper de l'impact que peut avoir leurs investissements sur la société tout en s'intéressant à leurs capacités à générer du profit.

Kinder et al. (1994) ont remarqué que la désignation et le concept diffèrent d'une région à une autre. Le terme investissement éthique est plus utilisé au Royaume-Uni et au Canada alors qu'aux États-Unis on emploie beaucoup plus le terme « investissement social » ou bien ISR (cité par Louche et Lydenberg, 2006).

Louche et Lydenberg (2006) remarquent aussi que la définition américaine de l'ISR repose plus sur les valeurs contrairement à la définition européenne dans laquelle on retrouve une vision plus concrète qui met l'accent sur trois aspects fondamentaux : société, profit et environnement.

Le tableau ci-dessous présente les différentes définitions qui ont été publiées par les Forums pour l'Investissement Responsable (SIF en anglais) aux Etats-Unis et en Europe.

Tableau 1: Définitions de l'ISR par les différents SIF en Europe et aux États-Unis

SIF	Description utilisée	Définition
US SIF	Investissement socialement responsable	« Intégrer les valeurs personnelles et les préoccupations sociétales dans l'investissement. »
Eurosif (SIF européen)	Investissement socialement responsable	« Associer les objectifs financiers des investisseurs à leurs préoccupations concernant les questions sociales, environnementales et éthiques (SEE). L'ISR tient compte à la fois des besoins financiers de l'investisseur et de l'impact de l'investissement sur la société. »
SIF Royaume-Uni	Investissement socialement responsable	« Associer les objectifs financiers des investisseurs à leurs préoccupations concernant les questions sociales, environnementales et éthiques (SEE). »
SIF Belgique	Investissement durable Investissement socialement responsable <i>BELSIF préfère ne pas utiliser le terme « investissement éthique » en raison de l'approche de niche que cette terminologie implique et en raison de sa consonance moralisatrice et parfois négative.</i>	« Investir de manière durable et socialement responsable signifie : mener une politique qui, dans sa formulation et sa mise en œuvre, tient également consciemment compte des effets économiques, sociaux, écologiques ou culturels du processus d'investissement, tant à court terme qu'à long terme, et dialoguer à ce sujet avec les intéressés sociaux pertinents. »
SIF France	Investissement socialement responsable <i>Note : Le nom français est FIR, Forum pour l'Investissement Responsable</i>	« Reconnaître que toute activité économique produit des effets dont l'investisseur porte une part de responsabilité, Décider d'assumer cette responsabilité, en identifiant l'investissement réalisé et le risque pris et en se solidarisant avec l'entreprise bénéficiaire, Allonger son horizon d'investissement au temps nécessaire au développement de tous les effets de celui-ci, Élargir ses critères de performance aux effets sociaux, sociaux et environnementaux de l'activité induite par l'investissement réalisé. »
SIF Allemagne	Investissement durable	« Prendre en considération, outre les aspects financiers, également les aspects sociaux, éthiques et écologiques »
SIF Italie	Investissement socialement responsable	« Prendre en considération les questions sociales et éthiques dans le processus de sélection et la gestion des investissements ».
SFI Pays-Bas	Investissement durable Investissement éthique	« Évaluer les investissements possibles non seulement en vertu des critères financiers, mais aussi environnementaux et sociaux. Ce type de critères peut avoir un caractère positif (témoignant de la vision d'avenir de l'entreprise) ou un caractère négatif (révélant des aspects inacceptables). »
SIF Suède	Investissement durable	« Un investissement qui, en plus des critères financiers, inclut également les facteurs sociaux, écologiques et éthiques dans le processus de prise de décision ».

Source : Lydenberg, S. et Louche, C. (2006). Investissement socialement responsable : différences entre Europe et États-Unis. Récupéré le 28 juin 2018 de https://www.persee.fr/docAsPDF/eco0987-3368_2006_num_85_4_4144.pdf

On peut conclure à ce stade-ci que la définition de l'ISR a évolué à travers le temps. Elle est en effet passée d'une approche éthique et religieuse à un concept plus vaste interprété différemment par les personnes, tout en insistant et en mettant l'accent sur des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. L'ISR, quelle que soit sa

forme ou sa définition est caractérisé par une perspective long-terme, une prise en compte des parties prenantes et une définition large de la matérialité (Dumas, C. 2019, 24 juin).

2 Origines et fondation de l'ISR

L'investissement socialement responsable peut être perçu comme une ancienne catégorie d'investissement mais qui n'a réussi à se déployer et à prendre de l'envergure que récemment. Nous commencerons ainsi par présenter la forme ancienne de l'ISR et traiterons par la suite sa forme contemporaine.

2.1 Origine de l'ISR

Plusieurs recherches entreprises par Kinder et Domini (1997), Férone et al (2001), Déjean (2002), Kurtz (2002), Sparkes (2003), De Brito et al. (2005), Déjean (2005), Louche et Lydenberg (2006), Saadaoui (2009) et Revelli (2011) convergent vers le seul et même bilan : l'ISR ou l'IE pour être plus précis a vu le jour durant le 17^{ème} siècle avec la création du mouvement « Société Religieuse des amis » dont les membres ont été surnommés les « Quakers ». (Cité par Erragraguy, 2015, p.101). Selon Dandelion (2007), ce mouvement religieux anglais a été fondé par George Fox entre 1648 et 1652 et a vécu une forte progression entre 1650 et 1660. Les principes de base de ce mouvement étaient les suivants (Erragraguy, 2015, p.101) :

- Le rejet des richesses et du pouvoir.
- La mise en avant des principes moraux tels que l'égalité et l'intégrité dans les relations professionnelles mais aussi privées.

Ce furent d'ailleurs les premiers à s'interdire d'investir dans les marchés les plus profitables à l'époque (la guerre et la vente d'esclaves), mais ils s'abstenaient aussi d'investir dans les sociétés qui tiraient profit de leur existence comme dans les plantations du Sud des Etats-Unis et les chantiers de constructions navales (Le Saout et Le Maux, 2004, p.1)

D'autres acteurs significatifs comme la famille des fonds d'investissement Pionner et John Templeton ont su imposer un certain nombre de critères sociaux dans leurs investissements et s'écartent de plusieurs secteurs tels que le tabac, le jeu d'hasard et l'alcool (Louche et Lydenberg, 2006, p.2).

Selon Erragraguy (2015), les pratiques de l'investissement éthique remontent à plus loin en interdisant les pratiques de l'usure au sein de différentes religions à travers l'interdiction de cette pratique dans l'ancien testament qui eux-mêmes ont repris cette

prohibition de la tradition judaïque. De nombreux philosophes et intellectuels, dont Aristote fut le plus célèbre critiquaient aussi l'application du prêt à intérêt abusif, pratique très répandue durant l'antiquité.

3 Fondation et développement de l'ISR contemporain

Ce n'est que dans les années 70 et 80 du siècle dernier qu'apparut la forme contemporaine de l'ISR en Europe et aux États-Unis en développant un nombre important de principes fondamentaux tels que l'insertion de critères sociaux et écologiques, mais surtout en influençant les entreprises à changer leurs comportements et à améliorer un certain nombre de leurs pratiques. Ce qui n'était pas le cas avant des organisations religieuses qui ne faisaient qu'éviter les entreprises prohibées.

Nous discuterons de l'évolution de l'ISR essentiellement en Europe et aux Etats-Unis étant donné qu'ils représentent à eux seuls aujourd'hui 85% du marché ISR mondial (GSIR, 2018).

La plupart des facteurs déclenchants sont apparus quelques temps après la deuxième guerre mondiale avec l'émergence de plusieurs revendications telles que la protection de l'environnement, la lutte contre la discrimination raciales, l'amélioration des conditions de travail, le lobbying contre l'industrie de l'armement et du nucléaire, etc (Le Saout et Le Maux, 2004, p.1). C'est aussi grâce aux mouvements de protestation de cette époque et au sein même des milieux politiques que l'ISR s'est développé à grande échelle (Louche et Lydenberg, 2006, p.4).

L'un des facteurs accélérateurs fut la guerre du Vietnam qui a laissé une industrie de l'armement très profitable. Ne pouvant pas ignorer l'origine de leurs bénéfices et de l'usage qui a été fait de leurs investissements, les églises et universités se sont mises ainsi à boycotter les entreprises qui exercent dans le secteur de l'armement (Pagès, 2006, p.9). Ainsi plusieurs initiatives ont vu le jour telles que (Pagès, 2006, p.9) :

- La création du premier fonds commun de placement, le Pax Fund, en 1971 qui écarte toutes les entreprises qui ont participé à la guerre
- Répertorier toutes les entreprises mêlées dans la guerre du Vietnam par le Council on Economic Priorities.
- Plusieurs mouvements pacifistes contre la guerre.

D'autres événements tragiques et mesures ont contribué à l'émergence de cette catégorie d'investissements. Nous en citerons quelques-uns (Louche et Lydenberg, 2006, p.4) :

- Les catastrophes naturelles et les problèmes liés à l'environnement ont conduit à la première journée de la Terre en 1970
- L'inégalité entre l'homme et la femme et les injustices contre les minorités ont engendré le mouvement de droit civil de Martin Luther King
- Le régime de discrimination raciale en Afrique du Sud a mené aux mouvements anti-apartheid.

Une prise de conscience générale d'actionnaires et de consommateurs a permis de faire pression sur de nombreuses entreprises comme General Electric ou General Motors pour qu'elles mettent fin à de nombreuses productions (Le Saout et Le Maux, 2004, p.2). C'est en effet en combinant le pouvoir des actionnaires avec une sélection entre les entreprises, que les adeptes de l'ISR cherchent à faire changer les choses et à faire pression auprès des entreprises dites « irresponsables » (Louche et Lydenberg, 2006, p.4).

Par la suite le courant a continué à se développer en dehors des États-Unis avec la création du premier fonds d'investissements responsable anglais en 1984, The Friends Provident Stewardship Trust. Leur premier fonds a vu le jour deux années plus tard au Canada (Pagès, 2006, p.9).

La demande fut tellement grande qu'en 1982 a été créée la première société de gestion de fonds entièrement dédiée à l'ISR, ce fut d'ailleurs les mêmes fondateurs qui ont créé le Social Investment Forum (SIF) que nous avons cité précédemment (Pagès, 2006, p.10). Mais le moteur qui a permis de booster l'ISR aux États-Unis est la montée de la gestion collective de l'épargne à travers les fonds de pension. Cela a en effet permis à plus de 40% des ménages américains d'accéder aux marchés financiers et d'influencer les tendances dans la bourse américaine (Goncalvers, 2014, p.14). Ce cadre favorable au développement du marché de l'ISR a permis, selon US SIF Foundation, de croître ces actifs de 1265% entre 1995 (639 milliards de dollars) et 2016 (8723 milliards) (cité par Yerbanga, 2017, p.2). Notons aussi que ces statistiques ne prennent pas en compte la qualité et la profondeur des processus appliqués aux stratégies de sélection ISR ni au double comptage.

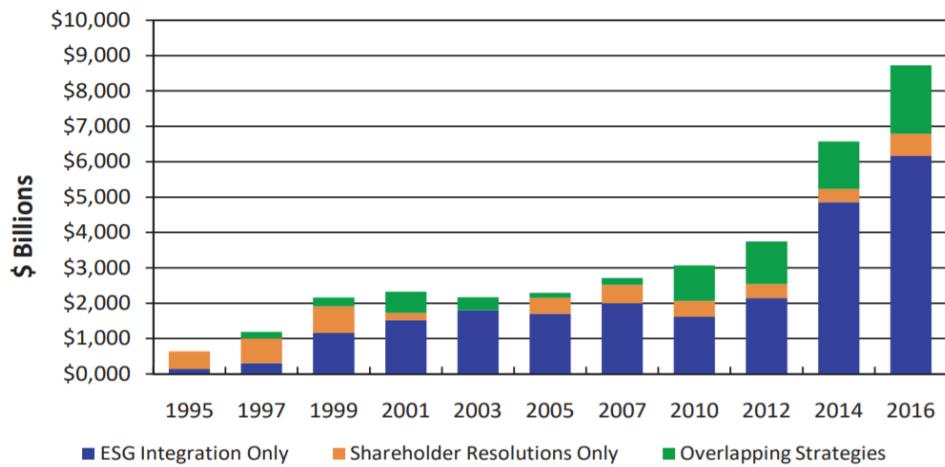


Figure 6: ISR aux États-Unis entre 1995 et 2016

Source : Yerbanga, R. (2017). Investissement socialement responsable : impacts sur la performance et le risque des portefeuilles. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01735002/document>

La croissance de l'ISR fut aussi fulgurante en Europe avec une croissance de 22,6% entre 2011 et 2013 et une croissance de 146% entre 2013 et début 2016. Cette croissance est essentiellement due au développement du marché ISR en France avec un taux de croissance de 213% et aux Pays-Bas avec un taux de 36% (Eurosif, 2016). Par ailleurs, on note aussi une croissance assez faible ces deux dernières années avec un taux de 2,5% entre 2015 et fin 2017 (Eurosif, 2018).

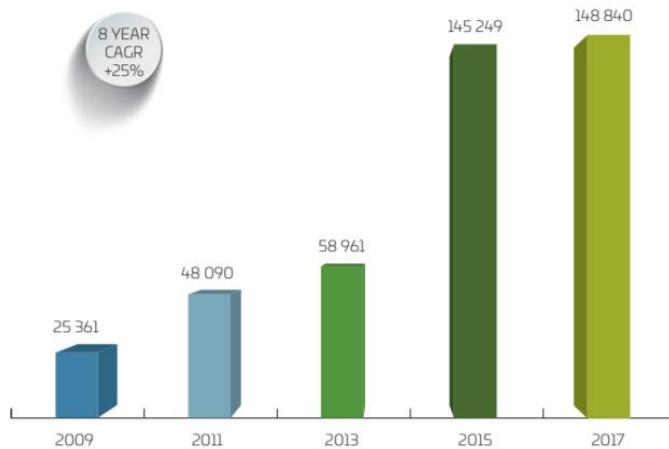


Figure 7: Croissance des ISR en Europe

Sources :Eurosif. (2018). European SRI Study. Récupéré le 02 juillet 2019 <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf>

Malgré cette légère stagnation en Europe, les autres pays ont continué à développer leurs marchés ISR en augmentant les encours de l'ISR de 34%. Selon un rapport récent du Global Sustainable Investment Alliance, les actifs sont en effet passés de 22,89 milliards de dollars en 2016 à 30,683 milliards en 2018 (GSIA, 2018).

4 Les préoccupations des investisseurs socialement responsables

Avec une augmentation moyenne de 25% par an du marché ISR, cela a permis de soulever plusieurs questions sur le changement climatique et la durabilité et ceci même à un niveau politique international.

De plus le graphique ci-dessous montre clairement que les investisseurs comprennent de plus en plus que la problématique de l'eau aura des effets désastreux dans le changement climatique. En effet, avec des inondations, vagues de chaleurs et une pénurie d'eau qui menacent la vie de plus 1,2 milliard de personnes, la gestion de l'eau semble être la priorité des investisseurs socialement responsables (GSIA, 2018). Les autres thèmes tels que l'énergie renouvelable, le transport durable, les gestions de déchets, etc. ont aussi une place importante et équivalente dans les préoccupations de ces investisseurs.

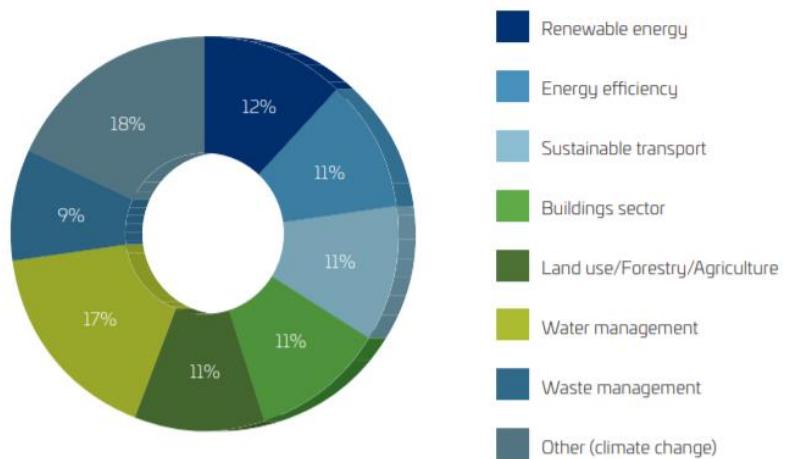


Figure 8: Thèmes d'investissement durable 2018

Source :Eurosif. (2018). European SRI Study. Récupéré le 02 juillet 2019 <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf>

5 Les principaux acteurs de l'ISR

5.1 L'offre et la distribution des produits

Les fonds ISR sont créés par les sociétés de gestion, habilitées par l'autorité des marchés financiers et les dépositaires qui ont pour responsabilité de conserver ces actifs. Les sociétés de gestion mettent aussi en place des dispositifs adéquats à ces produits et aménagent généralement une cellule d'analyses extra financières (LFPT, 2016, para. 2). Les produits ISR sont disponibles auprès de plusieurs réseaux de distribution financiers et bancaires.

5.2 Les investisseurs institutionnels

Surnommés aussi les « zinzins » on y retrouve essentiellement les fonds de pensions, les sociétés de gestion de portefeuille et les assurances. Ces derniers ont la capacité de mobiliser et de gérer un nombre important de porteurs de parts ce qui fait d'eux des acteurs inéluctables du marché ISR surtout pour les pays qui adoptent un régime de retraite par capitalisation (Erragraguy, 2015, p.135).

5.3 Les agences de notation extra-financières

Les agences de notations extra-financières ont vu le jour et ont commencé à se développer aux débuts des années 90, elles ont pour mission de surveiller la conformité des ISR à travers les critères extra-financiers en notant les pratiques de gouvernance, d'engagement social et environnemental des sociétés cotées en bourse (ISR, 2019). La collecte d'informations se fait au travers de données publiques, de questionnaires voire même en rencontrant les dirigeants des entreprises.

5.4 Les indices boursiers éthiques

La majorité des agences de notations extra-financières ont contracté des partenariats avec les entreprises qui produisent les indices boursiers pour émettre des indices rassemblant les meilleures notes sur les critères ESG (LFPT, 2016, para.9-10). Ces indices sont fortement utilisés pour la construction de produits et servent aussi comme outil de comparaison de performances. Parmi les indices les plus populaires on retrouve le Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) et le FTSE4GOOD.

5.5 Les organismes de promotions de l'ISR en Europe

Parmi les organismes qui visent à promouvoir l'ISR on retrouve :

- Forum pour l'Investissement Responsable (FIR) : Le but du FIR est de promouvoir l'ISR en faisant en sorte d'intégrer plus de problématiques de cohésion sociale et de développement durable dans les investissements. Créé en 2001, le FIR et d'autres SIFs (Sustainable Investment Forum) font partie des membres fondateurs du réseau européen Eurosif (FIR, 2019). Nous retrouvons d'ailleurs d'autres SIF un peu partout dans le monde tel que le US SIF qui représente le principal porte-parole de l'investissement durable, responsable et dans le « impact investing » au sein de toutes les catégories de classes d'actifs aux Etats-Unis (USSIF, 2019).
- Novethic : Représente l'expert de la finance durable et média de référence de l'économie responsable, il a pour but de diffuser la culture durable et de faciliter les prises de décisions. C'est une filiale du Groupe Caisse des dépôts et a été fondée en 2001 (Novethic, 2019).
- Eurosif : C'est la première organisation européenne d'investissement durable et responsable dont la mission est de soutenir le développement durable sur les marchés financiers européens. Collaborant avec plus de 400 organisations européennes, l'Eurosif fait aussi partie des membres fondateurs du Global Sustainable Investment Alliance (Eurosif, 2019).
- Principle for Responsible Investment (PRI) : C'est un réseau international d'investisseurs qui collaborent volontairement dans le but de développer des principes ambitieux d'investissement responsable. Ils proposent un éventail d'actions permettant d'intégrer les questions ESG dans les politiques d'investissement (PRI, 2019). Ils se résument en six principes repris dans le schéma ci-après.

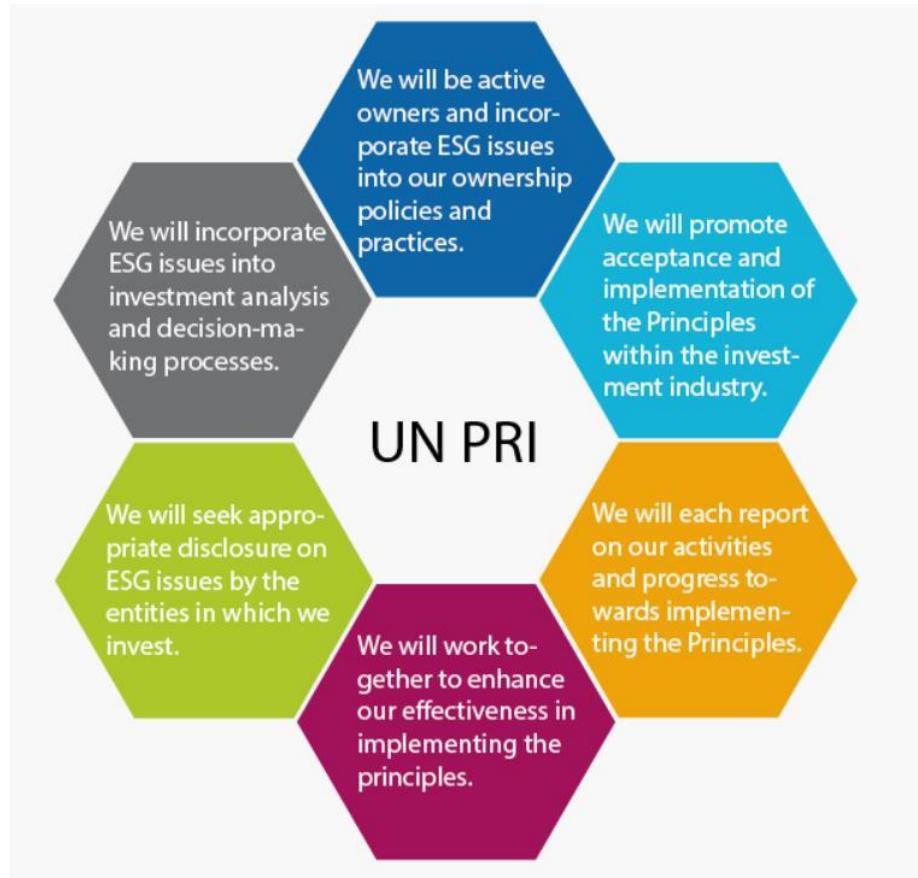


Figure 9: Les six principes pour un investissement socialement responsable

Source : CSSP. (2019). How to integrate the Principles for Responsible Investing. Récupé le 24 juillet 2019 de <https://www.cssp-ag.com/pri-implementation/>

- Commission européenne : Après l'entrée en vigueur des objectifs de développement durable et la signature de l'accord de Paris en 2015, la Commission a redoublé d'efforts pour réorienter les flux financiers vers une économie à faible intensité de carbone et combler un déficit d'investissement vert. Un plan d'action a été publié en mars 2018 avec une série d'actions ambitieuses à appliquer avant la fin de cette année. Et c'est ainsi qu'a été créé le « Sustainable Finance Task Force » (SFTF), qui a pour responsabilités le partage d'informations, et le recensement des mesures prioritaires tout en orientant et en coordonnant les diverses stratégies pour la mise en œuvre du plan d'actions (AmCham, 2018).

6 Les pratiques de l'ISR

Les approches de constructions de portefeuille ISR diffèrent aujourd'hui d'un pays à un autre, d'un fonds à un autre. Chacune d'entre elles offre de nombreux avantages

mais aussi des inconvénients et ne sont pas exclusives entre elles. Pour ce faire, les sociétés de gestion peuvent sélectionner certaines approches ou même en combiner plusieurs (Novethic, 2019). Nous étudierons ainsi dans ce chapitre les approches les plus populaires et utilisées.

Par ailleurs, il est important d'énumérer les différentes approches que l'on retrouve en Europe et aux États-Unis.

a) En Europe

L'Eurosif (2018) et le GSIA segmentent le marché ISR européen selon les stratégies suivantes :

- Best-in-Class
- Sustainability Themed
- Norms-based Screening
- ESG integration
- Engagement and Voting
- Exclusions
- Impact Investing

b) Aux États-Unis

En revanche, aux États-Unis la segmentation stratégique est moins exhaustive en distinguant essentiellement deux approches principales qui diffèrent par leurs objectifs d'investissements (Erragraguy, 2015, p.130). Selon Louche et Lydenberg (2006), la définition américaine de l'ISR se base sur 3 principes réputés par « le trépied » de l'ISR (Cité par Erragraguy, 2015, p.130) :

- L'intégration ESG
- L'activisme actionnarial
- L'investissement communautaire

6.1 L'activisme actionnarial

L'activisme ou l'engagement actionnarial a le même objectif que ce soit aux États-Unis ou en Europe : améliorer les pratiques sociales, environnementales et politiques des sociétés cotées en bourse (Louche et Lydenberg, 2006, p. 17). Cela s'effectue en engageant un dialogue avec les dirigeants des entreprises dans lesquelles certaines problématiques sont traitées, en exerçant un droit de vote lors des assemblées générales ou en déposant des résolutions lorsque le dialogue n'apporte aucun résultat (Novethic, 2019).

Le choix des entreprises se tourne vers celles qui sont les moins respectueuses des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. En y participant elles mettent tout en œuvre pour introduire leurs valeurs éthiques et rayer les anciennes pratiques.

Cette stratégie est largement utilisée par les fonds de pensions qui tracent leurs investissements sur le long terme mais aussi par les ONG comme Amnesty international qui à travers cette approche essaient de défendre les droits de l'homme dans les entreprises dans lesquelles elles s'engagent (El Khamlichi, 2012, p.20). Par ailleurs cette stratégie rencontre certaines limites. En effet, l'impact qu'ont les actionnaires est très réduit surtout si ces derniers sont minoritaires ou s'ils n'exercent pas de contrôle. En associant cela à un coût assez élevé, il est préférable pour les petits investisseurs d'opter pour une autre stratégie étant donné qu'ils n'ont pas de grandes ressources.

Les techniques se distinguent aussi dans leurs particularités en raison des systèmes réglementaires qui diffèrent d'un pays à un autre. Aux États-Unis par exemple la réglementation accorde aux actionnaires un recours plus facile aux dépôts de résolutions. Entre autres on retrouve l'Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR) qui coordonne et supervise le dépôt de plus de 300 résolutions chaque année au nom de fonds ISR, particuliers et plusieurs groupes engagés (Louche et Lydenberg, 2006, p. 17). Par la suite plusieurs cas de figures peuvent apparaître (Louche et Lydenberg, 2006, p. 17) :

- Plus de 100 des résolutions sont renvoyées dans les déclarations et soumises au vote des actionnaires.
- Certaines résolutions sont directement écartées à la suite de démarches engagées auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC).
- Le reste concerne les résolutions qui exigent la publication des données sur les problématiques. Elles sont négociées directement avec les dirigeants de l'entreprise et sont retirées partiellement ou intégralement quand les données sont conformes aux demandes qui ont été faites.

Par contre en Europe l'activisme actionnarial se manifeste généralement sous la forme de dialogues avec les entreprises concernées. Au Royaume-Uni par exemple ce sont les gérants de fonds qui mènent les discussions pour le compte de leurs clientèles, on retrouve le F&C Asset Management et l'HBOS' Insight Investment qui à eux seuls entreprennent cette démarche chaque année avec un peu plus de 200 entreprises (Louche et Lydenberg, 2006, p. 17).

6.2 Filtrage négatif

Le processus de filtrage ou screening négatif consiste à exclure les entreprises et à les écarter du périmètre d'investissements car elles ne remplissent pas certains critères ou celles qui ne sont pas conformes à certaines normes éthiques. Cette méthode se différencie par sa facilité et sa rapidité d'exécution permettant ainsi de minimiser les coûts rapportés à la stratégie et possède aussi comme caractéristique d'être plus transparente à l'égard de la conformité des critères de sélection choisis (El Khamlichi, 2012, p.21)

Au début on parlait exclusivement d'exclusion sectorielle étant donné que son usage date de plusieurs années mais par la suite est venue s'ajouter l'exclusion normative. Nous étudierons ces deux concepts plus en détail par la suite.

Le processus de sélection se déroule comme suit : une analyse approfondie de toutes les sociétés potentielles est effectuée sur la base des critères sélectionnés. Par la suite les sociétés qui ne remplissent pas les critères établis sont balayées de l'univers d'investissement du fonds (Tronbati, 2017, p.43-44). D'autres gestionnaires de fonds vont encore plus loin en appliquant un examen de sélection de deuxième niveau. C'est-à-dire, qu'il ne s'agit plus seulement d'éliminer les entreprises sur la base des critères négatifs qu'elles pratiquent mais aussi celles qui ont des relations commerciales avec elles.

Nous utiliserons comme illustration de cette pratique le label ISR belge qui prend en considération les deux catégories d'exclusion et va aussi plus loin par rapport à d'autres labels en interdisant les énergies fossiles. En effet, selon un rapport rédigé par Bayot et al. (2018) la liste d'exclusion du label ISR se résume comme suit : « Un produit financier durable ne peut servir à financer : les pires contrevenants au Global Compact des Nations Unies (Droits humains, Droits du travail, l'Environnement et la Corruption), des armes, le tabac, le charbon, l'industrie pétrolière et gazière non conventionnelle. Concernant l'industrie pétrolière et gazière conventionnelle : Si tous les combustibles fossiles, en ce comprises les ressources pétrolières et gazières conventionnelles, sont exclus, le produit financier durable est en outre estampillé « non fossile ». Si l'industrie pétrolière et gazière conventionnelle n'est pas exclue, un engagement et un actionnariat actif concernant ce secteur sont requis ».

6.2.1 Exclusion sectorielle

L'exclusion sectorielle ou éthique consiste à rejeter les sociétés de secteurs d'activités jugés mauvais pour la société (Novethic, 2019).

Cette méthode de filtrage est la plus ancienne et date du 18^{ème} siècle. Selon Johnsen (2003), auparavant les actifs des sociétés exclues s'appelaient les parts d'actifs impurs. Et si les activités et produits des entreprises étaient en contradiction avec les avis religieux des églises, investir dans ces entreprises pouvait constituer un péché (Cité par Tronbati, 2017).

Mais aujourd'hui les européens ont tendance à réduire au minimum l'utilisation de cette stratégie en raison du risque d'être perçu comme des moralisateurs ou puritains. Mais le plus important, c'est de pouvoir proposer des produits à des catégories d'investisseurs qui ne sont pas nécessairement inspirés par des considérations religieuses ou morales (Louche et Lydenberg, 2006, p. 17). Par contre selon Schepers et Sethi (2003), l'exclusion sectorielle fait encore partie intégrante du processus de construction des portefeuilles ISR.

6.2.2 Exclusion normative

L'exclusion normative quant à elle consiste à rejeter les sociétés qui ne respectent pas les normes ou les conventions internationales comme celles des droits de l'homme ou du Pacte Mondial, voir même à rejeter les pays qui n'ont pas approuvé certains de ces traités ou conventions (Novethic, 2019).

Dans la pratique, les référentiels utilisés dans cette approche sont les 10 principes du Pacte Mondial des Nations-Unies qui couvrent 4 domaines principaux (Candriam, 2019) :

- Les droits de l'Homme – DH
- Le droit du travail – DT
- L'environnement – ENV
- La lutte contre la corruption - COR

Cette stratégie a un double objectif. D'une part, elle consiste à protéger la réputation des investisseurs en leur évitant d'être mêlés à des controverses si un scandale éclate et d'autre part elle incite les entreprises écartées à changer leurs pratiques afin de faire partie des portefeuilles ISR (Novethic, 2019).

6.3 Sélection ESG

La sélection ESG ou le filtrage positif ou inclusif est une pratique qui consiste à inclure dans le portefeuille des sociétés en se basant sur des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. De ce fait après une étude approfondie de la politique RSE (Responsabilité Sociétale des Entreprises) mise en place par les entreprises, les

gestionnaires de fonds cherchent à soutenir les sociétés qui adoptent les meilleures pratiques en les sélectionnant dans leurs portefeuilles ISR (Erragraguy, 2015, p.120).

L'image suivante illustre les thématiques à prendre en compte.



Figure 10: Cartographie des critères ESG

Source : Prigent, C. et Warsmann, T. (2018). Investissement responsable : la finance au service de la planète. Récupéré le 03 juillet 2019 de <https://www.magazine-decideurs.com/news/investissement-responsable-la-finance-au-service-de-la-planete>

L'avantage dans cette méthode de filtrage est que celle-ci prend en compte plusieurs indicateurs et critères dans le but de certifier et de sélectionner les entreprises. Les entreprises doivent également faire preuve de comportements éthiques et tenir leurs promesses. Par ailleurs, le processus peut prendre beaucoup de temps à traiter vu sa complexité et les frais de gestions assez élevés (EL Khamlchi, 2012, p.21).

6.3.1 Best-in-class

L'approche Best-in-Class est une des catégories de sélections ESG les plus utilisées. Elle consiste à privilégier les sociétés les mieux notées d'un point de vue extra financier dans leurs secteurs d'activités sans pour autant juger si la société ou l'industrie est nuisible ou non (Novethic, 2019). De ce fait, aucun secteur ne peut être écarté ou privilégié.

On part ici du principe que même si la société exerce une activité contraire à l'éthique, elle peut néanmoins faire preuve de pratiques socialement responsables. Le principal

avantage est d'encourager les sociétés à promouvoir leurs performances sociétales afin d'attirer les investisseurs ISR (Erragraguy, 2015, p.120).

D'après l'Association Française de la Gestion financière (AFG) la stratégie Best-in-Class représente 84% des stratégies ISR dominantes sur le marché français.

6.3.2 Best-in-Universe

La sélection Best-in-Universe consiste à sélectionner les entreprises disposant des meilleures pratiques ESG indépendamment de leurs secteurs d'activités (Lozach, 2019). D'après les fonds les plus connus on retrouve le Sycomore Selection Responsable avec un peu plus de 1,14 milliard d'euros d'actifs et Federis ISR Actions US gérant plus de 500 millions d'euros d'actifs.

6.3.3 Best effort

Cette stratégie est aussi basée sur une notation extra-financière mais « statistique », c'est-à-dire qu'elle mesure les performances des entreprises à un instant donné et non pas sur une notation « dynamique » (Novethic, 2019). Ainsi on priviliege les sociétés qui démontrent une amélioration ou bien d'excellentes perspectives dans leurs pratiques ESG dans le temps.

7 Revue littéraire sur la performance de l'ISR

Après avoir étudié en profondeur dans les sections précédentes l'ISR, ses différentes formes et les éléments qui articulent son marché, on constate que le caractère moral et éthique des adeptes de l'ISR suppose qu'ils sont prêts à accepter un rendement inférieur et/ou un risque supérieur par rapport à un investissement classique. Par ailleurs, le caractère lucratif et de profit reste tout de même un des éléments fondamentaux de tout investisseur. On retrouve ainsi plusieurs recherches qui étudient la question de la performance des ISR malgré son caractère jeune et neuf. Ces recherches ont des conclusions assez différentes voire contradictoires (Erragraguy et Parnaque, s.d, p.10).

Intégrer des critères ESG dans la sélection des titres est supposé faire supporter aux gestionnaires de fonds des coûts considérables. Mais ceci affecte-il néanmoins la performance de ses titres ?

D'après une étude menée par Guerard (1997), aucune différence significative n'est constatée entre les fonds éthiques qui affichent une rentabilité mensuelle de 1,057% et

les fonds conventionnels avec un rendement de 1,068%. D'autres auteurs Diltz (1995), Sauer (1997), Vermeir et Corten (2001) qui étudient cette comparaison dans les marchés américains et anglais viennent soutenir ce constat (Cité par Le Saout et Le Maux, 2004, p.6). Par ailleurs d'autres chercheurs tels que Tippet (2001), Bauer et al (2005), Barnett et Salomon (2006) viennent démontrer que les fonds ISR sous performent et cela est essentiellement dû aux coûts de transaction, de recherches d'informations et de gestion engendrés par la construction de ces fonds et qui sont nettement supérieurs à un fonds conventionnel (Cité par Viviani et Revelli, 2012, para. 12).

Un autre facteur important vient nuire à la performance des ISR : La diversification qui trouve son origine dans la théorie moderne du portefeuille de Markowitz. Selon Le Maux et Le Saout (2004), la frontière d'efficience de l'ISR se trouve sous la frontière de Markowitz étant donné qu'ils proposent des investissements beaucoup moins diversifiés vu les contraintes de sélections et d'exclusions imposées.

Ainsi d'autres approches hormis celle de l'exclusion peuvent éliminer cette difficulté. C'est ce que viennent révéler Humphrey et Lee (2011) qui indiquent que les filtres transversaux et non sectoriels sont moins nuisibles à la performance financière des portefeuilles ISR (Erragraguy et Parnaque, s.d, p.11).

D'autres études plus récentes, menées par Matallín-Saez, Soler-Domínguez, Tortosa-Ausina et Mingo-Lopez (2017) démontrent que la performance diffère d'une région à une autre mais aussi de la taille des fonds. En moyenne les fonds responsables sont assez mauvais aux États-Unis et au Canada avec une moyenne de -0,85% et un peu moins médiocres en Europe avec un rendement moyen de -0,46%. Par contre dans le reste du monde la performance moyenne est positive et affiche un taux de 1,58%. Selon eux, cela est dû à la maturité du marché et de son efficience. Il est en effet, plus facile pour les gestionnaires de fonds de battre le marché dans les marchés émergeants. Cela s'explique aussi par la taille des fonds en ôtant les plus petits fonds, le rendement moyen en Europe remonte à 0,69% et celui des États-Unis à 0,66%.

Un dernier facteur important à prendre en considération est celui du temps. En effet, l'ISR bénéficie d'attributs qui tendent à générer de la valeur sur le long terme, comme le cas que présente Bauer et al. (2005, 2006) sur « l'effet d'apprentissage ». Sur le court terme l'ISR a tendance à sous performer les investissements conventionnels, puis l'écart se réduit à moyen terme jusqu'à inverser la tendance et surperformer les investissements conventionnels sur le long terme (Cité par Viviani et Revelli, 2012, para. 13).

Partie III : ISR et Finance Islamique

Dans cette partie, nous allons étudier les points de convergence qui existent entre l'ISR et la finance islamique mais aussi les perspectives que ces domaines peuvent engendrer si une collaboration entre eux se concrétisait.

L'étude de ce chapitre fait aussi partie des motivations qui m'ont poussé à traiter ce sujet de mémoire et le but même de l'étude pratique.

Nous aborderons aussi quelques points de divergences afin d'expliquer pourquoi les investisseurs socialement responsables et les investisseurs islamiques ne peuvent pas collaborer directement entre eux en diversifiant leurs portefeuilles avec les produits qui existent déjà.

1 Convergences

1.1 Histoires fondées sur la doctrine religieuse

La finance islamique et l'ISR ont tous deux été fondés sur des croyances religieuses et cela dans le but d'utiliser leur argent et de l'investir de manière à ce que cela soit compatible avec leurs convictions religieuses.

Cela a commencé par la religion juive dans laquelle des passages de Talmud supportent l'utilisation de l'investissement comme moyen pour promouvoir des activités éthiques et le bien de la société. Par la suite vient la théologie chrétienne qui met l'accent sur le fait d'utiliser ses ressources conformément à une responsabilité morale et de foi. Enfin, la religion musulmane comme on a pu le voir précédemment a fourni la Charia comme référence éthique et juridique et comme un « guide » d'investissements. Ces valeurs religieuses ont fait naître des pratiques et des comportements moraux et éthiques en terme d'investissement que l'on retrouve encore aujourd'hui (Marwan, AdawiahEngku Ali, 2016, p.5).

Ces deux formes d'investissements ont tous deux débuté en bannissant les entreprises et secteurs « péchés », et se sont développés vers la fin du siècle dernier jusqu'à retrouver aujourd'hui un éventail gigantesque de produits d'investissement islamique et socialement responsable.

1.2 Une finalité morale

L'islam peut être considéré comme un système de valeurs normatif fondé sur des principes moraux et éthiques. En effet le but de la Charia dans le champ de la finance islamique ou dans bien d'autres domaines est essentiellement de bonifier les conditions de l'homme, d'installer une équité sociale et d'éviter toute injustice dans les échanges commerciaux. D'où le sens d'interdire le prêt à intérêts et d'aller vers un système de partage de pertes et de profits (Novethic, 2009).

Cette prédestination vient rejoindre celle de l'ISR dans la vision du développement durable, dans ses fondements sociaux et économiques en voulant favoriser la qualité de vie de l'être humain et de la société. Le volet de l'environnement n'est pas aussi négligé dans l'islam, bien au contraire. En effet un passage d'un article rédigé par Novethic (2009) illustre assez bien cette perception : « un des fondements de l'islam est que l'homme remplit un rôle d'intendance de la création divine. Ainsi, la création de Dieu, qui ne se limite pas à la nature et l'environnement mais englobe également les hommes et la société, appartient à Dieu et est confiée à l'homme ; il a donc un devoir d'administration et de préservation à son égard. Corollaire que l'on retrouve souvent, le gaspillage et la consommation inutile et superflue sont inacceptables. ».

1.3 Partage de pertes et de profits

L'ISR incorpore le principe de partage de perte et de profit, qui représente l'un des principes fondamentaux de la finance islamique à travers un instrument particulièrement connu dans le marché de l'ISR qui est les Social Impact Bonds (SIB) ou contrats à Impact Social.

Selon Mujahid (2014), le SIB peut être défini comme un accord entre le gouvernement et une entité externe (intermédiaire) dans lequel le gouvernement établit un certain nombre d'objectifs sociaux ciblant une population définie et sur une certaine période de temps. Le gouvernement s'engage à verser à l'intermédiaire un montant convenu au préalable si ce dernier réalise et accomplit les objectifs prédéfinis. L'intermédiaire émettra des SIB qui seront vendus à des investisseurs privés.

En étudiant ce modèle particulièrement innovant, on remarque que le risque encouru par le programme ne soit pas atteint est partagé entre toutes les différentes parties impliquées. Cela n'implique pas seulement que les investisseurs risquent de perdre de l'argent, mais aussi que le gouvernement perde sa réputation en raison de la perte de confiance et de crédibilité en tant que « gardien » de l'aide sociale sans oublier la population qui grâce au programme aurait pu bénéficier de nombreux avantages (Marwan, AdawiahEngku Ali, 2016, p.2).

1.4 Partage

NOMBREUSES SONT LES PERSONNES QUI CONSIDÈRENT QUE LA FINANCE DE PARTAGE EST AUSSI UNE FORME D'INVESTISSEMENT RESPONSABLE. CELA CONSISTE ESSENTIELLEMENT À REMETTRE UNE PARTIE DE SES REVENUS À DES ASSOCIATIONS CARITATIVES OU À DES ORGANISATIONS NON GOUVERNEMENTALES. LA FINANCE ISLAMIQUE ENTREPREND CETTE MESURE DE DEUX MANIÈRES DIFFÉRENTES (NOVETHIC, 2009, p.17) :

- A travers les dispositifs de purifications comme on a pu le voir précédemment (exemple du secteur de l'aviation et de l'hôtellerie) en reversant la totalité des revenus « impurs » émanant d'activités illicites à des œuvres ou associations humanitaires.
- On retrouve cela aussi dans la Zakat qui est un des cinq piliers de l'islam. Le Conseil Supérieur des Affaires Islamiques d'Egypte (CSAI) (2005) définit la zakat comme suit « La zakât, ou aumône obligatoire, constitue le troisième pilier de l'Islam. Il s'agit d'une œuvre de culte d'ordre financier qui purifie l'âme et hausse ses mérites, comme elle purifie les biens et accroît la richesse. Ce n'est pas une obole offerte au pauvre par le riche, mais un droit dû au pauvre sur les biens du riche ». Ainsi chaque année tout musulman doit reverser 2,5% de ses bénéfices aux plus défavorisés.

1.5 Critères extra-financiers – Exclusion sectorielle

LA FINANCE ISLAMIQUE ET L'ISR EMPLOIENT DES CRITÈRES EXTRA-FINANCIERS POUR SÉLECTIONNER LES ENTREPRISES ET CRÉER LES PORTEFEUILLES D'INVESTISSEMENTS. ETANT DONNÉ QUE LA MAJORITÉ DES INVESTISSEMENTS SONT CENTRÉS AUTOUR DES EQUITY PLUTÔT QUE DANS LES ACTIFS À REVENUS FIXES. CHACUNE DE CES DEUX CATÉGORIES D'INVESTISSEMENTS A ÉTABLI UNE LISTE D'ACTIVITÉS PROHIBÉES OU ÉCARTÉES DES UNIVERS D'INVESTISSEMENTS, APPLIQUANT AINSI LA MÊME TECHNIQUE DE FILTRAGE NÉGATIF OU PLUS PRÉCISEMENT L'EXCLUSION SECTORIELLE. PARTANT DES « MÊMES » PRINCIPES DE BASE IL SEMBLE ASSEZ NATUREL DE TROUVER QUE LA **MAJORITÉ** DES ACTIVITÉS INTERDITES SE REJOIGNENT. ON Y RETROUVE D'AILLURS LES SECTEURS SUIVANTS : L'INDUSTRIE DE L'ARMEMENT, DU TABAC, DE LA PORNOGRAPHIE, DE L'ALCOOL ET DES JEUX DE HASARD.

1.6 Des organismes de certifications

UN DERNIER POINT DE CONVERGENCE ENTRE LA FI ET L'ISR EST L'EXISTENCE D'ORGANISMES DE CERTIFICATIONS POUR CHACUN D'ENTRE EUX.

POUR L'ISR, CELA SE MANIFESTE SOUS LA FORME D'UNE REVUE ANNUELLE CONÇUE PAR UN ORGANISME DE CERTIFICATION ISR. EN CE QUI CONCERNE LA FI, ILS IRONT VERS DES « CHARIA

Boards » qui jugeront la conformité des pratiques et transactions au regard des fondements de la Charia (Seye, 2018). Le tableau ci-dessous nous indique les organismes de certifications ISR qui existent aujourd’hui.

Tableau 2: Les organismes de certifications ISR existants

Labels	Nombre de fonds	Encours au 31/03/2019 (Mds € - données Morningstar et LuxFLAG3)
Labels ESG	Label ISR (France)	200
	FNG-Siegel (Allemagne, Autriche & Suisse)	65
	LuxFLAG ESG (Luxembourg)	46
	Umweltzeichen (Autriche)	104
	Nordic Swan Ecolabel (Pays Nordiques)	23
	LuxFLAG Envi- ronment (Luxembourg)	7
	LuxFLAG Climate Finance (Luxembourg)	4
	Label Greenfin ² (France)	11
TOTAL	414	94,03

1 Les 4 fonds labellisés à la fois ISR et Greenfin sont comptés ici parmi les fonds verts
2 hors fonds non cotés (18 fonds pour environ 4,5 Mds€ d'encours).

Source : Novethic

3 Les dernières données LuxFLAG disponibles ont été utilisées en l'absence de données Morningstar

Source : Novethic. (2019). PANORAMA DES LABELS EUROPÉEN DE FINANCE DURABLE. Récupéré le 18 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/finance-durable/publications/etude/panorama-des-labels-europeens-de-finance-durable.html>

2 Divergences

Nous allons ici mentionner les points de divergence qui empêchent, pour le moment, l'ISR et la FI de se développer mutuellement et pourquoi il est difficile voire impossible dans certains cas qu'un investisseur islamique puisse investir dans des ISR et vice-versa :

Le premier point de divergence porte d'après Hayat (2013) sur les barrières culturelles, le risque de réputation surtout de la part de la région occidentale, une carence en terme d'innovations mais aussi et surtout une grande différence en terme de concentration géographique (Cité par Erragraguy et Parnaque, s,d). En effet, l'ISR et la FI ne s'adressent ni à la même catégorie de clientèle, ni dans la même zone géographique et mobilisent ainsi des expertises totalement différentes.

Par exemple en Asie, les marchés se développent certes, mais indépendamment et de manière parallèle vu que le marché ISR est plutôt concentré au Japon et en Corée du Sud. De plus le marché islamique est plutôt implanté en Malaisie, à Singapour et en Indonésie (Novethic, 2009).

Le deuxième point de divergence se trouve dans quelques éléments rédhibitoires pour les deux catégories d'investisseurs qui se présentent dans les produits proposés. Les ISR par exemple ne remplissent pas forcément les critères financiers islamiques et on peut aussi retrouver des entreprises qui sont reliées directement à la pratique d'intérêts comme les banques. De même les investissements islamiques ne sont pas nécessairement en règle avec les critères ESG et plus précisément la première étant donné que la plupart des portefeuilles islamiques sont constitués d'entreprises qui opèrent dans le secteur pétrolier et de gaz, qui nous le savons est très polluant (Erragraguy et Parnaque, s,d, p.4).

Dans ce contexte le but de ce mémoire est de présenter un indice qui remplit à la fois les critères d'investisseurs islamiques et en même temps ceux des investisseurs socialement responsables.

3 Une perspective de collaboration

Comme nous l'avons mentionné l'ISR et l'investissement islamique utilisent la même méthode de screening négatif. Par ailleurs, les promoteurs de l'ISR ont proposé de nouvelles techniques de screening positifs et de screening d'impact dans les domaines ESG. En gardant l'exclusion sectorielle et financière islamique pour que les investissements restent compatibles avec la religion des investisseurs islamiques et en y rajoutant une sélection positive, cela ouvrira de nombreuses portes pour ces investisseurs en générant des investissements qui engendreraient des impacts sociaux positifs. (Al-Jabri, 2017). La FI prend en effet en compte le volet religieux mais n'offre pas nécessairement l'occasion aux musulmans de soutenir des activités auxquelles ils croient personnellement.

Selon un rapport de Thomson Reuters et du Responsible Finance Institute, un groupe de réflexion visant à promouvoir les liens entre les deux secteurs, la collaboration entre

la FI et ISR pourrait faire passer à 244 milliards de dollars les revenus du secteur financier durable en attirant plus de 1,65 milliard d'investisseurs islamiques et socialement responsables (Advert, 2015).

Un autre rapport intitulé « The Emerging Convergence of SRI, ESG and Islamic Finance » dévoilé lors du Global Ethical Finance Forum à Edimbourg en 2015 a mis en relief quelques aspects d'intérêts communs entre ces deux domaines d'investissements (Cité par Advert, 2015) :

- Bien que l'ISR soit bien enraciné dans le marché occidental, dans une optique de développement dans les marchés émergents, les investisseurs islamiques y prennent une part considérable.
- L'interdiction des prêts à intérêts, de prise de risques excessifs et de spéculation pourraient contribuer à renforcer l'opinion des promoteurs de l'ISR sur la durabilité du marché financier. Rappelons que le marché financier islamique a pu survivre à la crise financière de 2008 puisqu'il était interdit d'investir dans des obligations (étant donné qu'ils utilisent des taux d'intérêts pour rémunérer le financement).
- La Charia n'a fait qu'incorporer idéologiquement plutôt que pratiquement la question de l'environnement. Nous retrouvons en effet tout ce qui est interdit et permis dans la Charia mais en terme d'incitation aux bonnes pratiques au sein des entreprises, il existe un vrai manque sur ce sujet. Ceci peut néanmoins être pallié en incorporant les critères ESG dans les différents investissements.
- Les Sukuks verts pourraient aussi être bénéfiques si ces derniers s'intègrent dans les marchés obligataires durables. En effet, la structure des Sukuks peut d'une part faciliter le « Green Investment » et d'autre part la communauté musulmane a une grande expérience du financement des projets énergétiques grâce à ces produits. Rappelons que les Sukuks sont des certificats financiers islamiques comparables à une obligation conventionnelle qui respectent les normes dictées par la Charia (Ganti, 2019).

La FI et l'ISR promettent ainsi un vrai potentiel de développement si ces derniers arrivent à collaborer ensemble.

PARTIE IV : ETUDE DES PERFORMANCES DES DEUX PORTEFEUILLES D'INVESTISSEMENT

Après avoir comparé en détail les principes fondamentaux de la finance islamique et de l'investissement socialement responsable et étudié les liens de convergences qui existent entre eux, nous pouvons à présent débuter notre étude pratique.

1 Méthodologie de l'étude pratique

Nous débuterons notre étude pratique par la construction d'un indice répondant à la fois aux exigences islamiques et socialement responsables. Par la suite une description statistique de l'ensemble de nos indices sera effectuée à travers des mesures de risque, de rendement et de corrélation.

Une fois cette analyse réalisée, deux possibilités s'offriront à nous. La première consistera à investir directement dans notre nouvel indice, la deuxième à effectuer une diversification pour chaque catégorie d'investisseurs.

Enfin nous verrons si notre indice islamique et socialement responsable a été bénéfique ou non pour ces investisseurs éthiques en comparant la performance de leur investissement d'origine au nouvel investissement que nous avons créé.

Plusieurs indicateurs et ratios de performances populaires seront utilisés pour interpréter au mieux nos résultats.

2 Présentation des indices utilisés

Notre étude se portera sur le marché indonésien et cela pour deux raisons principales. D'une part c'est l'un des rares pays qui s'intéressent à l'investissement socialement responsable et dans lequel on peut trouver plusieurs entreprises et indices classés islamiques. D'autre part, l'Indonésie figure parmi l'un des pays émergents à forte croissance et cela avec une croissance régulière supérieure à 5% et une politique visant principalement à offrir de nouvelles opportunités aux investisseurs étrangers (Dezan, 2019, para.1). L'Indonésie semble donc être un point de départ intéressant afin de récolter des données pour ce mémoire.

2.1 Présentation de l'indice islamique

Le Jakarta Islamic Index (JII) a été introduit le 3 juillet 2000 dans l'Indonesia Stock Exchange (IDX). Ce fut aussi le premier indice islamique introduit en Indonésie. (Indonesia Stock Exchange, 2018, para.3).

Après avoir sélectionné les 60 premières actions (répondant aux exigences de la Charia et ayant ainsi subi un filtrage islamique) sur la base de la capitalisation boursière de l'année dernière, les 30 titres les plus liquides seront repris dans l'indice. JII est calculé selon la formule de Laspeyres : sa valeur de base est de 100 et la reconstruction de cet indice se fait semestriellement (Silver Arrow, 2014, para.1).

2.2 Présentation de l'indice socialement responsable

SRI KEHATI Index, a été introduit le 8 juin 2009 dans l'IDX en collaboration avec l'Indonesian Biodiversity Foundation – KEHATI. Cette organisation a pour but la préservation et l'utilisation durable des ressources naturelles de l'Indonésie, d'où la création de cet indice afin de favoriser les pratiques de placements durables et responsables (Steve, 2009, para.1).

Le mécanisme de sélection de cet indice composé exclusivement d'*equity* se fait en deux étapes. La première étape consiste en une sélection sur les critères financiers et une exclusion sectorielle. La deuxième étape se fait à travers une évaluation des aspects fondamentaux c'est-à-dire une approche « Best-in-class » (KEHATI Indonesian Biodiversity Conservation Trust Fund, 2016, Site web, para.4). Les critères de sélection sont les suivants :

a) Critères négatifs :

- Pesticide
- Nucléaire
- Armement
- Alcool
- Pornographie
- Jeux de hasard
- Organisme génétiquement modifié

b) Critères financiers :

- Une capitalisation boursière supérieure à 1000 milliards de roupies dans leur dernier rapport financier certifié.
- Total actif supérieur à 1000 milliards de roupies dans leur dernier rapport financier certifié.
- Un Price Earning Ratio (PER) positif au cours des six derniers mois.

- Un Free Float Ratio supérieur à 10% d'actions publiques détenues.

c) Aspects fondamentaux :

- Gouvernance
- Environnement
- Impact sociétal
- Ressources humaines
- Droits de l'homme

SRI KEHATI Index est composé de 25 sociétés. Sa valeur de base est de 100 et la reconstruction de cet indice se fait deux fois par an, en avril et en octobre (KEHATI Indonesian Biodiversity Conservation Trust Fund, 2016, para.3).

2.3 Présentation de l'indice de marché

Nous allons utiliser le LQ45 comme indice de marché pour notre étude. Il est aussi considéré comme l'indice de marché dans l'Indonesia Stock Exchange (IDX). L'indice LQ45 est composé de 45 sociétés remplissant ces 4 conditions (IndonesiaInvestments, 2019, para.2) :

- Faire partie des 60 premières sociétés ayant la capitalisation boursière la plus élevée au cours des 12 derniers mois.
- Faire partie des 60 sociétés ayant la valeur de transaction la plus élevée sur le marché régulier au cours des 12 derniers mois.
- Etre coté dans la bourse d'Indonésie au moins 3 mois.
- Avoir de bonnes conditions financières et des perspectives de croissance.

Cet indice est calculé deux fois par an.

2.4 Présentation de l'indice islamique et socialement responsable

Concernant l'indice islamique socialement responsable, aucun indice de ce genre n'a encore été émis dans l'IDX. Pour ce faire, nous allons nous inspirer d'une étude effectuée par Wiku Suryomurti (2017) de l'université de Glasgow qui a créé le Tarzkia Islamic SRI Index, l'abréviation de cet indice sera TISI. Notons que l'indice n'est pas coté dans le marché indonésien, il a seulement fait l'objet d'une étude scientifique. Le mot Tazkia fait référence à un terme arabe « purification islamique ». En effet les entreprises ont été sélectionnées à travers la liste des Islamic Stock en Indonésie avec un processus de filtrage additionnel qui prend en compte les critères ESG (Wiku, 2017, p.177). Cette étude a permis d'établir le tableau suivant :

Tableau 3: Composition du Taskia Islamique SRI index selon Wiku (2017)

No	Emiten	Score	Rating	No	Emiten	Score	Rating
1.	AALI	3.98	BBB	14.	PWON	4.11	A
2.	ASII	4.00	A	15.	SILO	3.95	BBB
3.	BSDE	3.98	BBB	16.	SCMA	4.03	A
4.	ICBP	3.96	BBB	17.	SMGR	3.95	BBB
5.	INDF	4.025	A	18.	SRIL	3.93	BBB
6.	INAF	4.025	A	19.	TBIG	4.025	A
7.	INTP	3.95	BBB	20.	TLKM	4.25	A
8.	JSMR	3.98	BBB	21.	UNTR	3.95	BBB
9.	KLBF	3.98	BBB	22.	UNVR	4.006	A
10.	LSIP	3.95	BBB	23.	WTON	3.95	BBB
11.	PGAS	4.025	A	24.	WIKA	3.95	BBB
12.	PPRO	3.95	BBB	25.	WSKT	3.95	BBB
13.	PTPP	4.043	A				

Source: Wiku.S (2017). Constructing an Islamic Socially Responsible Investment (SRI) Index; The Case of Indonesia. Récupéré de https://www.researchgate.net/publication/330111922_Constructing_an_Islamic_Socially_Responsible_Investment_SRI_Index_The_Case_of_Indonesia, p.177

Pour construire notre indice nous allons utiliser la méthode de pondération par la capitalisation boursière. Cette méthode consiste à pondérer la capitalisation boursière de chaque composante de cet indice par rapport à la capitalisation boursière de l'indice (Chraest, 2018). Les avantages de cette méthode sont :

- Sa facilité d'implémentation.
- L'impact qu'a une variation de prix d'une société avec une grande capitalisation boursière reflète au mieux l'économie réelle
- Méthode de calcul la plus courante (Jon, 2013).

La formule utilisée est la suivante :

Capitalisation boursière = Cours de l'action x Nombre d'actions en circulation

Où le poids de chaque société est calculé de la sorte :

Poids en % = (Capitalisation boursière (Société)/ Capitalisation boursière totale de l'indice) x 100

Comme nous allons prendre le prix journalier des 5 dernières années, la société PPRO sera exclue de notre indice puisqu'elle a été émise en mai 2015. Le tableau suivant

reprend la capitalisation boursière de notre indice le 24 Avril, leur date d'introduction en bourse ainsi que la pondération de chaque société :

Tableau 4: Pondération des sociétés de l'indice TISI modifié

Tazkia Islamic SRI Index			
Equity	Date d'introduction	Capitalisation boursière	Proportions
AALI	Mai,2001	20.45	1.10%
ASII	Novembre,2000	309.70	16.60%
BSDE	Juillet,2008	26.87	1.44%
ICBP	Novembre,2000	107.00	5.74%
INDF	Novembre,2000	56.20	3.01%
INAF	Mai,2001	12.71	0.68%
INTP	Janvier,2001	77.49	4.15%
JSMR	Décembre,2007	43.91	2.35%
KLBF	Janvier,2004	68.91	3.69%
LSIP	Mai,2002	7.30	0.39%
PGAS	Janvier,2004	56.73	3.04%
PTPP	Février,2010	14.51	0.78%
PWON	Octobre,2005	35.16	1.88%
SILO	Septembre,2013	6.50	0.35%
SCMA	Août,2002	25.08	1.34%
SMGR	Octobre,2005	81.26	4.36%
SRIL	Juin,2013	6.87	0.37%
TBIG	Novembre,2010	16.11	0.86%
TLKM	Octobre,2004	387.33	20.77%
UNTR	Octobre,2000	102.95	5.52%
UNVR	Octobre,2003	347.17	18.61%
WTON	Avril,2014	5.22	0.28%
WIKA	Novembre,2007	21.07	1.13%
WSKT	Décembre,2012	28.65	1.54%
		1865.11	100.00%
			Total

3 Le taux sans risque

Nous allons utiliser l'Indonesia 10- Year Bond, comme taux sans risque pour le calcul des performances de nos 2 portefeuilles. Même si l'utilisation d'un taux sans risque constitue un élément de Riba, il faut noter que les banques islamiques utilisent par exemple le taux LIBOR pour la détermination de leur profit afin de s'aligner aux produits issus de la finance conventionnelle (Guéranger, 2009, p.106).

4 Analyse descriptive des indices

4.1 Mesures théoriques

4.1.1 Le rendement

Le rendement des indices sélectionnés sera calculé sur la base d'un rendement journalier des 5 dernières années, et les valeurs journalières de chaque indice et société ont été extraites de Yahoo finance et Investing.com. Toutes les valeurs ont été ajustées aux dividendes distribués et aux splits éventuels. Ainsi le rendement sera calculé de la manière suivante :

$$R_i = (Vi(t) - Vi(t - 1)) / Vi(t - 1)$$

$Vi(t - 1)$: Valeur de l'indice au temps t-1

$Vi(t)$: Valeur de l'indice au temps t

Une fois les rendements journaliers calculés, nous calculerons le rendement moyen de notre indice sur la période considérée en utilisant la formule suivante :

$$\bar{R}_i = \frac{1}{n} \sum R_i$$

Avec n représentant le nombre de périodes, dans notre cas $n= 1198$ jours étant donné que la période est de 5 ans avec une rentabilité mesurée de manière journalière.

Afin de faciliter les comparaisons, nous allons aussi annualiser nos rendements moyens à travers cette formule :

$$\bar{R}_a = (1 + \bar{R}_i)^p - 1$$

p correspond au nombre de jours de fonctionnement du marché boursier durant l'année ($p=252$) (Erragraguy, 2015,p.252).

4.1.2 L'écart-type

L'écart type est une mesure de dispersion très utilisée, cette mesure renseigne sur la manière dont les rendements d'un actif financier sont distribués autour de sa moyenne (Piotr, 2019, Site web, para.1). Considérée en finance comme la base de la mesure du risque, nous estimerons que plus la volatilité d'un actif est importante plus l'investissement dans celui-ci sera considéré comme risqué, ainsi l'espérance de gain ou le risque de perte sera d'autant plus supérieur (ABC Bourse, 2019, para.1) Nous obtiendrons dans Excel le risque de chacun des indices sélectionnés :

$$\sigma_i(n) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

En plus du rendement nous devrons annualiser la mesure du risque en utilisant cette formule :

$$\sigma_a = \sigma_i \sqrt{p}$$

Avec ($p=252$)

4.1.3 Le coefficient béta

Le coefficient béta est une mesure du risque systémique d'un actif par rapport au portefeuille du marché, qui sera dans notre cas l'indice LQ45 (Kenton, 2019, para.1). Il se calcule de la manière suivante :

$$\beta = \frac{\text{Covariance} (R_i, R_m)}{\text{Variance} (R_m)}$$

Un béta égal à 1, indique que l'activité de l'actif financier est fortement corrélée avec le marché. Un béta supérieur à 1 (inférieur à 1) signifie que l'actif est théoriquement plus volatil (moins volatil) que le marché.

4.1.4 Le coefficient de corrélation

Le coefficient de corrélation ρ est une mesure statistique qui calcule la relation entre les mouvements de deux variables (Ganti, 2019, para.1). Ce coefficient se calcule de la manière suivante :

$$\rho_{xy} = \frac{\text{Covariance} (R_x, R_y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

Ce coefficient de corrélation doit être compris entre $[-1,1]$. Une corrélation égale à 0 démontre qu'il n'y a aucune relation entre les mouvements des deux variables. Une corrélation égale à 1 (-1) indique une corrélation parfaitement positive (parfaitement négative) c'est-à-dire que les deux variables sont fortement dépendantes (indépendantes).

4.2 Description statistique des indices

Le graphique suivant nous montre l'évolution de nos 4 indices pour la période allant du 25 avril 2014 au 24 avril 2019. Nous avons décidé de calculer le rendement mensuel moyen de chacun de nos indices afin d'obtenir un graphique beaucoup plus clair et plus facile à interpréter. Nos quatre indices ont souffert de plusieurs baisses dont les plus importantes étaient en avril 2015 et en mars 2018 mais aussi de deux pics de croissance en février 2016 et décembre 2017. Par ailleurs on remarque que notre indice islamique socialement responsable a surperformé l'ensemble du marché indonésien, ce qui n'est pas le cas de l'indice islamique qui est largement sous-performé.

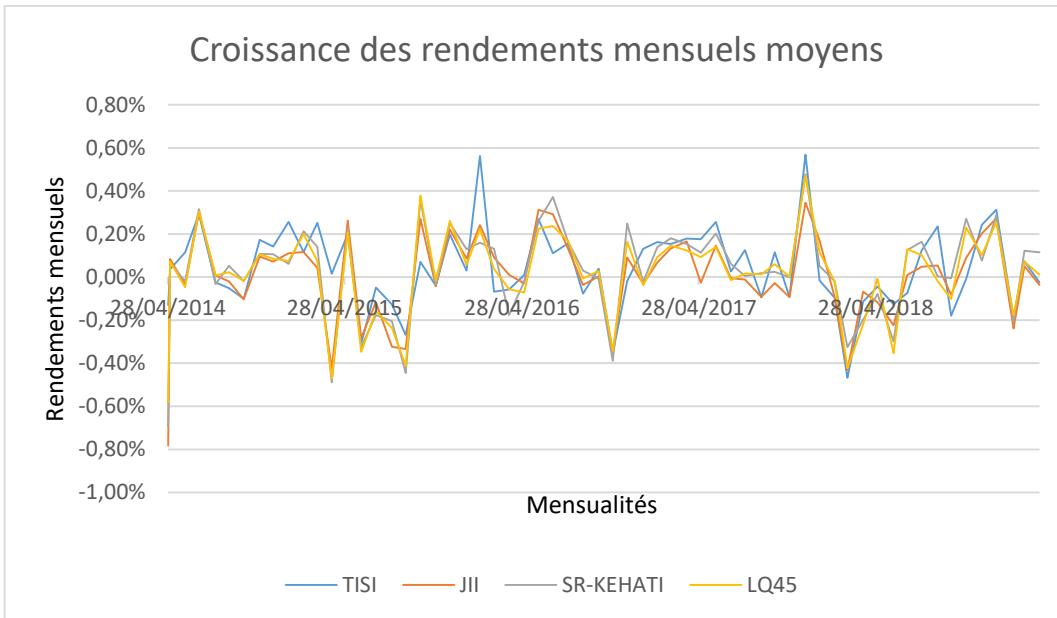


Figure 11: Rendements moyens mensuels des 4 indices

A la lecture du tableau ci-dessous, plusieurs constatations peuvent être dégagées. Premièrement, l'investissement islamique coûte assez cher à ses investisseurs. En effet il offre un rendement largement inférieur au TISI et SRI-KEHATI et le plus surprenant est que le JII sous performe le LQ45 pour un risque nettement supérieur. Cela est probablement dû au filtrage financier et extra financier islamique qui réduit considérablement l'éventail de choix des entreprises. En effet selon la théorie du portefeuille moderne de Markowitz, pour qu'un portefeuille soit efficient il doit être bien diversifié. Le fait que l'indice SRI-KEHATI performe relativement bien vient soutenir les recherches entreprises par Matallín-Saez, Soler-Domínguez, Tortosa-Ausina et de Mingo-Lopez (2018), démontrant que les ISR dans les régions telles que l'Indonésie se portent relativement bien.

Deuxièmement, on remarque qu'en terme de rendement, le TISI est celui qui est le plus performant, ce qui soutient la tendance générale du graphique précédent. Enfin on constate aussi que le marché indonésien est assez volatile étant donné que l'Indonesia 10 year Bond supporte un risque annualisé de 9.86%.

L'interprétation de ce tableau nous amène aussi à rejeter la première hypothèse que nous avions proposée, qui était d'investir directement dans le TISI. En effet, si ce dernier offre le meilleur rendement, il représente aussi l'indice le plus risqué. Or l'objectif n'est pas d'obtenir le meilleur rendement mais d'optimiser le couple risque-rendement. Une diversification s'impose ainsi et celle-ci ne doit absolument pas compromettre les principes de nos investisseurs.

Tableau 5: Rendement et risque journalier et annuel des échantillons

	TISI	JII	SR-KEHATI	LQ45	10-Y T Bond
Rendement journalier moyen	0.04%	0.01%	0.04%	0.02%	0.01%
Rendement annuel	11.81%	2.84%	10.41%	6.14%	1.92%
Ecart-type journalier	1.29%	1.14%	1.16%	1.13%	0.62%
Vol annualisée	20.54%	18.16%	18.36%	17.93%	9.86%

Nous allons à présent interpréter à l'aide du tableau suivant le degré de liaison qui existe entre nos différents indices. On remarque que l'ensemble des combinaisons mènent à la même conclusion : Tous les indices varient dans la même direction et affichent une corrélation fortement positive. En effet, selon les experts une valeur dépassant 0.8 est considérée comme significative (Ganti, 2019, Site web, para.1).

Par ailleurs, notre indice TISI affiche une corrélation légèrement différente des autres indices, et cela pourra optimiser les futurs portefeuilles d'investissements grâce à une diversification.

Tableau 6: Corrélation entre les 4 indices

Corrélation	TISI	JII	SR-KEHATI	LQ45
TISI	1			
JII	0.85871848	1		
SR-KEHATI	0.801323517	0.931009	1	
LQ45	0.810587962	0.94500373	0.97475547	1

Le bêta de nos 3 indices est compris entre 0.92 et 0.99 ce qui signifie que ces derniers évoluent de la même manière que le marché. On peut considérer aussi que l'investissement islamique et l'investissement socialement responsable n'ont pas tendance à amplifier ou diminuer les variations du marché (Mataf, 2019, Site web, para.2).

Tableau 7: Bêta des 4 indices

	TISI	JII	SR-KEHATI	LQ45
Bêta	0.928668968	0.95716985	0.99791305	1

Après avoir examiné nos 4 indices, nous pouvons dégager quelques conclusions préliminaires. En effet on a remarqué que :

- Avec des bêta proches à celui du marché, les rendements des indices TISI, JII et SR-KEHATI varient au même sens que le marché.
- L'investissement islamique paraît être très couteux par rapport à d'autres catégories d'investissements.
- Le nouvel indice islamique et socialement responsable semble prometteur en offrant le meilleur rendement.

5 **Création des deux portefeuilles d'investissements**

5.1 **Méthodologie**

Nous allons à présent passer à la construction de nos deux portefeuilles d'investissements. La méthodologie sera la suivante :

- a) Pour l'investisseur islamique :

Nous allons simuler plusieurs portefeuilles composés des deux indices JII et TISI avec des pondérations différentes et retenir le portefeuille avec le ratio Sharpe le plus élevé. Nous tenons en effet à sélectionner la combinaison qui offre la meilleure performance à nos investisseurs.

Par la suite, nous allons calculer le ratio d'information, de Sortino, de Treynor et l'alpha de Jensen et puis comparer ces performances aux performances de l'indice islamique afin de savoir dans quelle mesure la diversification a été bénéfique pour cette catégorie d'investisseurs.

- b) Pour l'investisseur socialement responsable :

Nous allons effectuer la même démarche pour ce deuxième portefeuille, la seule différence est que ce dernier sera composé des 2 indices TISI et SR-KEHATI.

5.2 Concepts théoriques

5.2.1 Ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe est une mesure qui nous permet de déterminer l'excès de rentabilité d'un portefeuille par rapport au taux sans risque, mesuré aussi par l'écart type du portefeuille (NDGD, s.d). La formule est la suivante :

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Avec R_p , la rentabilité du portefeuille pondéré, R_f , le taux de rendement de l'actif sans risque et σ_p le risque du portefeuille pondéré.

Interprétations :

Plus le ratio est élevé, meilleur est son rendement ajusté en fonction du risque. Cela signifie aussi qu'une valeur négative ne signifie rien de bon car le taux sans risque est supérieur au rendement (Hargrave, 2019).

L'effet de diversification devrait accroître le ratio par rapport à des portefeuilles similaires ayant un niveau de diversification plus faible (Hargrave, 2019). C'est d'ailleurs pour cette raison que nous allons utiliser cette mesure afin de déterminer le portefeuille optimal pour chacun de nos investisseurs en évaluant les rendements passés.

5.2.2 Ratio d'information

Le ratio d'information est un dérivé du ratio de Sharpe qui prend en considération la rentabilité du portefeuille de marché et qui sera dans notre cas pratique l'indice de marché le LQ45 (Rezaee, 2006, p.9).

Par ailleurs, c'est aussi la mesure la plus populaire puisqu'elle s'appuie sur le risque spécifique. Elle nous sera utile car elle est utilisée sur base de méthode par comparaison (Bodson et al, 2010, p.144).

Le ratio d'information se calcule en 3 étapes (Murphy, 2019, para.5) :

1. Il faut tout d'abord calculer la différence entre le rendement total de notre portefeuille (indice) et l'indice de référence durant la période considérée.

$$ER = R_{p,t} - R_{m,t}$$

2. Ensuite nous allons calculer le *tracking error* qui représente l'écart-type de la différence entre les rendements du portefeuille et celui de l'indice de référence.

$$\sigma_{ER} = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{1}{n-1} (ER_t - \overline{ER}_t)^2}$$

3. Après avoir calculé la moyenne des différences des performances, nous la diviserons par le *tracking error*.

$$RI = \frac{\overline{ER}}{\sigma_{ER}}$$

Interprétations :

Un ratio d'information négatif (positif) nous indique une sous-performance (surperformance). En effet, plus le ratio d'information est élevé meilleure est la performance du portefeuille (Sicavonline, 2019, para.2)

5.2.3 Ratio de Treynor

Nous utiliserons aussi le ratio de Treynor pour appuyer notre analyse. En effet, l'avantage de ce ratio est qu'il nous permet d'analyser la volatilité relative du portefeuille vis-à-vis de l'indice du marché et non pas uniquement la volatilité du portefeuille (ABCourse, 2019, para.6). C'est aussi l'une des mesures les plus adéquates dans le cas d'un portefeuille bien diversifié par rapport à son marché de référence. C'est ainsi que l'économiste Jack Treynor a développé en 1965 ce ratio qui se calcule en divisant la prime de risque du portefeuille par rapport au risque systématique du portefeuille qui sera défini par β (Virmal et Hirapara, 2016, p.383). Le bêta sera calculé en effectuant une régression linéaire sur Excel. La formule utilisée pour calculer le ratio de Treynor est la suivante :

$$RT = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p}$$

Avec R_p le rendement du portefeuille ou de l'indice, R_f le rendement de l'actif sans risque et β_p le bêta du portefeuille ou de l'indice.

Interprétations :

De même que le ratio de Sharpe, le ratio de Treynor n'est pas utilisé pour quantifier la valeur ajoutée. Il sert essentiellement en tant que critère de classement (Vermal et Hirapara, 2016, p.383). Ainsi plus ce ratio est élevé, meilleur est le rendement pour l'investisseur. Dans notre cas nous analyserons si la diversification effectuée a pu améliorer la performance de nos investisseurs ou non.

5.2.4 Ratio de Jensen

Après avoir calculé la performance de nos portefeuilles en prenant en considération dans un premier temps la rentabilité d'un actif sans risque puis le rendement moyen du marché, il serait ainsi intéressant de pouvoir prendre en compte ces deux facteurs en même temps. Michael C Jensen a développé en 1968 l'alpha de Jensen dans le but de calculer la performance d'un portefeuille d'investissement à l'instar des ratios de Sharpe et de Treynor (ABCbourse, 2019, para.1). Ce modèle est destiné à quantifier la surperformance ou la sous-performance d'un portefeuille ou d'un actif par rapport au portefeuille attendu selon le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ou CAPM en anglais (Edubourse, 2019, para.2). La formule que nous allons utiliser est la suivante :

$$\alpha_p = \overline{R_p} - [R_f + \beta_p(\overline{R_m} - R_f)]$$

Avec $\overline{R_p}$ le rendement espéré du portefeuille ou de l'indice, β_p le bêta du portefeuille ou de l'indice, $\overline{R_m}$ le rendement espéré du marché et R_f représente le taux sans risque.

Interprétations :

- Un alpha inférieur à 0 signifie que le portefeuille a réalisé une performance inférieure à celui du marché de référence et constitue un mauvais choix de placement dans le cadre de la gestion d'actifs (OPCVM.info, 2019, para.2).
- Un alpha supérieur à 0 signifie que l'investissement a surperformé la rentabilité théorique du portefeuille de marché et qu'un excédent de rentabilité a été constitué par rapport au risque supporté (Dupray, 2019, para.4).
- Si les rendements enregistrés sont identiques à ceux du modèle MEDAF, l'alpha de Jensen sera égal à 0.

5.2.5 Ratio de Sortino

Outre le ratio de Sharpe qui nous a permis de sélectionner le portefeuille optimal, nous utiliserons le ratio de Sortino qui nous permettra de mesurer l'excès de rentabilité par rapport à un actif sans risque (Ooreka, 2019, para.1). Ce ratio ira plus loin que celui de Sharpe en évaluant seulement la volatilité à la baisse. Ce qui fait de lui un ratio assez intéressant étant donné qu'il fait valoir un des éléments qui intéresse et redoute le plus les investisseurs. Ce ratio a été conçu par le Dr. Frank Sortino en 1980 dont la formule est la suivante (Rajca, 2019, para.6) :

$$RS = \frac{R_p - MAR}{DD_p}$$

Avec R_p le rendement journalier moyen du portefeuille ou de l'indice, MAR qui est le *minimum acceptable return* on prendra le taux sans risque comme valeur et DD_p la *downside deviation* du portefeuille qui représente la volatilité du portefeuille ou de l'indice calculé seulement à partir des rendements négatifs.

Interprétations :

Le ratio de Sortino peut être interprété de différentes manières (Edubourse, 2019, para.5). En effet si le résultat est :

- Inférieur à 0 : Le portefeuille d'investissement procure une rentabilité insuffisante étant donné qu'elle performe moins qu'un actif sans risque.
- Situé entre 0 et 1 : La rentabilité est supérieure à un actif sans risque mais le risque supporté n'est compensé par l'excès de rentabilité. Il faut bien évidemment noter que dans ce cas nous ne prenons en considération que le risque lié à la baisse et non le risque total.
- Supérieur à 1 : La performance du portefeuille compense le risque engagé par les investisseurs.

5.3 Portefeuille N°1

5.3.1 Portefeuille sélectionné

Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous allons constituer notre premier portefeuille destiné aux investisseurs islamiques. Nous avons affecté des pondérations différentes composées de l'indice JII et TISI. Les pondérations varient de -100% à 200%. Notons aussi que même si la vente à découvert est interdite en islam, il serait

intéressant de savoir si cette technique de vente peut néanmoins améliorer la performance des investisseurs. Ces différentes compositions nous ont permis d'établir le tableau suivant :

Voir annexe 1

Sachant que nous voulions améliorer le rendement des actionnaires nous allons sélectionner le portefeuille ayant le ratio de Sharpe le plus élevé et cela pour deux raisons principales :

- C'est la méthode que nous avons utilisée précédemment lors d'un cours de gestion de portefeuille.
- C'est un des ratios les plus populaires que les analystes utilisent pour établir un classement.

Le portefeuille choisi est donc le suivant :

Tableau 8: Composition du portefeuille n°1

x	1-x	Risque du portefeuille	Rendement	Ratio de Sharpe
10%	90%	18.58%	10.91%	48.41%

Avec x la proportion investie sans l'indice JII et 1-x la proportion investie dans TISI.

On remarque que la majeure partie de ce portefeuille est constituée de l'indice TISI. Cela semble évident étant donné le faible rendement qu'offre l'indice islamique.

5.3.2 Analyse de performance

Nous allons à présent calculer nos 4 ratios de performances que nous avons définis dans le chapitre précédent pour l'indice islamique JII et pour le nouveau portefeuille que nous venons de créer. Le but est de savoir ce que cette diversification a pu apporter aux investisseurs islamiques. Nous obtenons ainsi le tableau suivant :

Tableau 9: : Comparaison de deux investissements islamiques

	JII	Portefeuille 1
RI	-0.52	0.44
RT	0.96%	10.53%
Alpha Jensen	-3.12%	5.86%
RS	0.097322302	0.715138337

Interprétations :

- Ratio d'information : L'indice JII a un ratio d'information négatif. Cela se traduit par une sous-performance puisque celui-ci n'a pas réussi à battre son marché de référence. Par contre le portefeuille n°1 affiche un ratio nettement supérieur qui est de 0.44. De manière générale, un ratio d'information compris entre 0.4 et 0.6 est considéré comme assez bon. En effet il est plutôt rare de trouver des valeurs supérieures à 1 pour de longues périodes de détention (Zephyr, 2019, para.2).
- Ratio de Treynor : Etant donné que cet indicateur ne nous permet pas de valoriser directement la performance, ce dernier nous permet néanmoins de constater une importante amélioration de la performance des investisseurs islamiques grâce à cette diversification avec le passage du ratio d'information de 0.96% à 10.53%.
- Alpha de Jensen : Cette mesure nous a permis d'appuyer notre première remarque. En effet l'alpha de Jensen de l'indice JII affiche une valeur négative, cela constitue un mauvais choix de placement. On remarque aussi une nette amélioration pour celui du portefeuille n°1.
- Ratio de Sortino : Aucun de ces deux éléments de comparaison n'affiche de valeur négative ce qui signifie que ces derniers procurent une rentabilité suffisante par rapport à un actif sans risque en notant que le JII indique une valeur très proche de 0. De plus le résultat ne dépasse pas 1, ainsi le risque supporté par les investisseurs islamiques n'a pas été suffisamment compensé.

5.4 Portefeuille N°2

5.4.1 Portefeuille sélectionné

Considérons à présent notre deuxième portefeuille destiné aux investisseurs socialement responsables, et pour lequel nous avons utilisé la même méthodologie que celle utilisée pour le premier portefeuille sauf que celui-ci est composé exclusivement de l'indice SRI-KEHATI et de l'indice TISI. Ces différentes pondérations nous ont permis d'établir le tableau suivant :

Voir annexe 2

Le portefeuille ainsi sélectionné est le suivant :

Tableau 10: Composition du portefeuille n°2

x	1-x	Risque du portefeuille	Rendement	Ratio de Sharpe
50%	50%	13.779%	11.11%	66.7%

Avec x la proportion investie sans l'indice SRI-KEHATI et 1-x la proportion investie dans TISI.

A l'instar du premier portefeuille d'investissement qui était composé majoritairement de l'indice TISI, ce deuxième portefeuille est constitué de manière équipondérante.

5.4.2 Analyse de performance

Nous allons à présent interpréter, les performances des deux produits pour les investisseurs socialement responsables, comme nous l'avons fait pour les investisseurs islamiques.

Tableau 11: Comparaison de deux investissements socialement responsables

	SRI-KEHATI	Portefeuille 2
RI	0.98	0.45
RT	8.52%	10.52%
Alpha Jensen	4.28%	5.86%
RS	0.884901226	0.943327208

Interprétations :

- Ratio d'information : A l'inverse du premier cas où le ratio d'information a augmenté grâce à la diversification, ici l'indicateur est passé de 0.98 pour le pour le SRI-KEHATI ; ce qui est considéré comme un très bon résultat ; à 0.45 pour le deuxième portefeuille. Par ailleurs ces deux produits restent de bons investissements étant donné qu'ils surperforment le marché en ayant des ratios supérieurs à 0.4. Nous remarquons aussi que le ratio d'information est le seul indicateur qui démontre que SRI-KEHATI est un meilleur investissement que le deuxième portefeuille.
- Ratio de Treynor : Le ratio de Treynor nous indique que le portefeuille n°2 est meilleur en terme de rémunération que l'indice socialement responsable et qu'en terme de risque propre au portefeuille, le deuxième portefeuille est moins volatile que l'indice socialement responsable. Cela est dû à un effet de diversification (Kenton, 2019, para.7).
- Alpha de Jensen : Les deux produits d'investissements offrent un alpha supérieur à 0 c'est-à-dire qu'ils ont réussi à battre le marché de référence. Par ailleurs, la performance du portefeuille n°2 (5.86%) est supérieure à celle du SRI-KEHATI (4.28%).
- Ratio de Sortino : Rappelons que le ratio de Sortino permet d'évaluer le rendement d'un investissement pour un risque défavorable en prenant uniquement l'écart à la baisse comme mesure de risque (Kenton, 2019, para.4). On peut ainsi conclure que d'une part les deux investissements sont supérieurs à un actif sans risque étant donné que nous avons sélectionné le *10 Y Bond* comme valeur pour le *Minimum acceptable return*. Et que d'autre part le

portefeuille n°2 affiche un résultat très proche de 1 (0.94), ce qui signifie que la performance du portefeuille compense le risque engagé par les investisseurs.

6 Remarques importantes

On a remarqué après notre partie pratique qu'il était préférable pour les investisseurs islamiques et pour les investisseurs socialement responsables de diversifier leur portefeuille en investissant dans l'indice TISI (cela a été démontré après l'analyse de plusieurs ratios de performances). Mais qu'en est-il de l'indice TISI à lui tout seul ?

Le tableau ci-dessous nous permet de soulever une remarque assez importante.

En effet, l'indice TISI performe mieux que tous les produits d'investissements que nous avons comparés. Le ratio de Sharpe et celui de Treynor classe l'indice TISI parmi le meilleur, l'alpha de Jensen indique aussi une meilleure performance vis-à-vis des autres actifs. Enfin le ratio de Sortino vient aussi démontrer qu'en terme de rémunération le TISI compense le risque pris par ces investisseurs.

Ainsi l'investissement islamique et l'investissement socialement responsable peuvent améliorer ensemble la performance de leurs investisseurs. La diversification dans l'absolu n'a pas été suffisamment bénéfique pour ces deux catégories d'investisseurs étant donné que l'indice TISI est plus performant qu'un portefeuille optimal composé de différentes catégories d'investissement. Il suffit alors tout simplement d'investir dans des sociétés soumises à un filtrage islamique et socialement responsable. Ces résultats viennent appuyer une recherche entreprise par Capelle-Blancard et Monjon (2012) qui démontre que plus les fonds ISR sont soumis à des filtrages intensifiés plus la performance de ces fonds sont gratifiants (Cité par Erragraguy et Parnaque, s.d, p.11).

Une autre remarque peut également être dégagée grâce au tableau ci-après. Le portefeuille n°1 et le portefeuille n°2 - après avoir effectué la diversification - ont pu atteindre une performance équivalente et que les investisseurs islamiques sont ceux qui ont le plus profité en allant vers des produits socialement responsables.

Tableau 12: Performance des différents produits d'investissements

	JII	Portefeuille 1	SRI-KEHATI	Portefeuille 2	TISI
Sharpe	5.07%	46.30%	47.68%	47.96%	48.15%
RI	-0.52	0.44	0.98	0.45	0.44
RT	0.96%	10.53%	8.52%	10.52%	10.65%
Alpha Jensen	-3.12%	5.86%	4.28%	5.86%	5.97%
RS	0.097322302	0.715138347	0.884901226	0.943327208	0.9476932

Enfin nous remarquons que les investissements dit « éthiques » ont des bêta inférieurs et très proches de 1 c'est-à-dire qu'ils sont fortement corrélés avec le marché. Les bêta ci-dessous ont été calculés en utilisant la pente de régression linéaire.

Tableau 13: Béta des différents produits d'investissements

	JII	Portefeuille 1	SRI-KEHATI	Portefeuille 2	TISI
Béta	0.9571698	0.928829338	0.997913052	0.930255188	0.928669

7 Quelques éléments à prendre en considération

Il est important de mentionner que la stratégie optée pour la gestion des fonds de nos investisseurs est une gestion passive.

La gestion passive consiste à suivre le marché sans pour autant vouloir anticiper sur son évolution. Elle peut se faire de deux manières différentes : soit en optant pour une approche d'achat-détention (buy and hold), soit en suivant une gestion indicielle comme nous l'avons effectué dans notre étude en répliquant plusieurs indices dans le but de reproduire leurs performances globales (Axime et al, 2017, p.4).

Selon de nombreuses études empiriques qui estiment que la prédiction des cours de marchés est impossible ou du moins difficile, la gestion indicielle peut être considérée comme une stratégie optimale pour les investisseurs. Les avantages de cette stratégie sont nombreux (Axime et al, 2017, p.4) :

- La minimisation des interventions des gestionnaires d'actifs et des nombres de transactions engendrent des coûts d'investissements très bas par rapport à une gestion active. Ceci améliore d'autant plus la pertinence de nos résultats puisqu'ils ne seront pas fortement impactés par les fees.

- Un contrôle du risque encouru et une maximisation de la transparence étant donné que l'investisseur ne fait pas de pari sur l'évolution du cours et ne fait que répliquer l'indice sous-jacent.

De plus, d'après une étude effectuée par De Brouvver et Smiles (2002) sur l'efficience de nombreux pays tel que l'Indonésie, ce dernier est considéré comme un des pays des plus capitalisés et possèdent aussi des marchés financiers très développés intégrant plus rapidement les informations (Stachowiak, 2004). La gestion passive reposant essentiellement sur la théorie des marchés efficients, la stratégie que nous avons adoptée semble adéquate pour ces investisseurs.

Il faut aussi noter que les rendements calculés sont des rendements bruts et que la prise en considération des frais de gestion n'a pas été prise en compte, que ces frais peuvent varier d'un fond à un autre et impacter les résultats obtenus.

Conclusion

L'objectif de ce mémoire rappelons-le est de déterminer si le mariage entre les pratiques de la finance islamique et celles de l'investissement socialement responsable peuvent ensemble améliorer la performance de leurs investisseurs en proposant une nouvelle forme d'investissement financièrement viable. Cela dans le but de promouvoir deux catégories d'investissements « éthiques » qui ne prennent pas seulement le profit en considération mais aussi plusieurs autres critères extra-financiers.

Leur objectif commun sera à eux deux d'établir un impact sociétal, environnemental et de gouvernance tout en essayant de prévenir contre les injustices en terme d'échanges commerciaux, de trouver un équilibre entre l'intérêt personnel et collectif et enfin d'obtenir un système financier totalement transparent.

Nous aborderons cette conclusion en revenant sur les points essentiels des chacune quatre parties principales de ce mémoire.

La première partie est une revue littéraire sur la finance islamique qui nous a permis de comprendre comment l'économie financière islamique fonctionne, de découvrir comment celle-ci a été construite mais aussi de soulever plusieurs points importants. En effet malgré les contraintes en terme d'interdiction d'intérêts, de spéculations et l'obligation de connaître la contre-valeur de chaque transaction, l'ingénierie financière islamique a su en quelques années être innovante et ingénieuse pour pouvoir proposer à leurs investisseurs des institutions financières comparables à celles de la finance conventionnelle.

Le modèle proposé a permis de fournir des établissements bancaires, d'assurance mais aussi un marché boursier très développé. La finance islamique propose aussi un modèle économique dans lequel prônent avant tout des valeurs et des principes moraux avec une vision et un impact durable. Enfin les investissements islamiques ont réussi à faire leurs preuves en terme de performances et essentiellement en période de crise. Ainsi pour couvrir certains portefeuilles la FI peut être une bonne alternative.

La deuxième partie consacrée exclusivement à l'investissement socialement responsable nous a permis de divulguer les différents aspects de l'ISR et d'étudier le passage d'un investissement purement motivé par des aspirations religieuses à un investissement plus laïque, standardisé et développé.

En effet malgré la présence de plusieurs approches et définitions, toutes se rejoignent sur la perspective long terme, la prise en compte de diverses parties prenantes et une définition plus large sur la matérialité (Dumas, C. 2019, 24 juin).

On a remarqué aussi que les pratiques de sélections ESG ont réussi à inciter les entreprises à améliorer leurs pratiques dans plusieurs domaines dans le but d'obtenir des fonds et de promouvoir leur image dans la société. D'ailleurs cette particularité et cet impact qu'a su créer l'ISR a largement contribué au développement de cet investissement dit durable. En ce qui concerne enfin ses performances, on a remarqué que les résultats sont très mitigés et dépendent de plusieurs facteurs tels que : le coût de sélection, la nature de sélection, la zone géographique, la taille des fonds etc.

L'avant-dernier chapitre nous a permis de mettre en lumière de nombreux points que partagent simultanément la FI et l'ISR. En effet ces derniers ont tous deux débuté pour des raisons religieuses, et même si par la suite l'ISR a pris une toute autre voie, ils se rejoignent aujourd'hui dans une finalité morale assez similaire.

L'ISR a mis aussi en avant un produit d'investissement qui satisfait un des principes fondamentaux de la FI : Le partage de perte et de profit à travers les « Social impact Bonds ». Par ailleurs, l'étude de la validité parfaite de cet instrument aux principes de la FI semble être un sujet intéressant à traiter.

La FI a aussi démontré à travers ses dispositifs de purification et la Zakat, que financer les organismes et associations humanitaires est aussi une de ses grandes préoccupations.

Enfin, on constate que l'ISR et la FI sont dotés d'organismes de certifications qui vérifient la régularité de leurs produits et partagent aussi une même technique de sélection qui est celle de l'exclusion sectorielle avec une liste d'activités interdites non pas exclusivement similaire mais assez proche. Nous avons pu démontrer aussi pourquoi il n'est pas aussi évident aujourd'hui que les investisseurs islamiques puissent diversifier leurs portefeuilles avec des ISR existants et vice-versa. Par ailleurs, une collaboration entre l'ISR et la FI pourrait fort probablement les aider à s'imposer dans leurs différents marchés respectifs.

Venons-en à présent à notre étude pratique qui fait l'objet de la quatrième et dernière partie de ce mémoire. L'étude préliminaire de nos 4 indices (TISI, JII, LQ45 et le SRI-KEHATI), nous a permis de démontrer que le TISI, notre indice islamique et socialement responsable, est celui qui a le meilleur rendement et qu'en période haussière il était celui qui dégageait la rentabilité la plus élevée.

En revanche, nous savons que la préoccupation des investisseurs n'est pas seulement d'obtenir le plus haut rendement mais d'optimiser le couple risque-rendement. De plus, nous avons noté que le TISI était le plus volatile des 4 indices. Nous avons ainsi tenté une diversification et créé deux portefeuilles optimaux pour chacun de nos investisseurs.

L'étude de performance de ces deux portefeuilles a été très concluante. En effet, par rapport aux investissements d'origine des investisseurs islamiques et socialement responsables, le fait d'intégrer le TISI dans leur portefeuille était très bénéfique pour eux. Cela nous a permis de conclure que la FI et l'ISR peuvent ensemble améliorer la performance de leurs investisseurs.

Par la suite, nous avons voulu étudier la performance du TISI de façon indépendante et comparer sa performance avec l'ensemble des indices et portefeuilles d'investissements. Les résultats ont été tout aussi surprenants, car ils démontrent que le TISI seul pouvait procurer la meilleure performance et ce en contentant les principes de chacun des deux catégories d'investisseurs en Indonésie.

Ces résultats viennent aussi s'ajouter à une étude élaborée par Azmi et al. (2019) qui a été publiée lors de la rédaction de ce mémoire. Cette étude a comme objectif d'étudier le comportement de 4 indices comparables à ceux que nous avons utilisés mais a une étendue géographique beaucoup plus vaste. Ce fut les DJ Islamic, DJ Sustanability, DJ Islamic Sustainability (DJIS) et DJ Global Index. Les résultats rapportés à notre étude ont été très similaires. En effet, il s'avère que le DJIS a le ratio de Sharpe le plus élevé par rapport aux autres indices et cela en période d'expansion économique mais aussi en période haussière des actions. De plus, pendant la crise financière mondiale la frontière efficiente du DJIS était la plus efficiente.

Cette dernière constatation m'amène à me poser une autre question « La FI a-t-elle réussi à se protéger lors des dernières crises financières grâce aux critères d'exclusions sectorielles et plus précisément en censurant les institutions adoptant les taux d'intérêts et la spéculation ou bien grâce aux critères financiers qu'elle impose à ses investissements ? »

Ainsi, nous pouvons nous permettre de dire que le fait d'intégrer les critères financiers et/ou extra financiers islamiques permet aux investisseurs de se protéger en période de crise même si cela n'a pas été directement démontré dans notre étude pratique. En effet, il aurait été aussi intéressant d'étudier le comportement de nos indices en période de crise économique, mais malheureusement la majorité des sociétés qui constituent l'indice TISI ont été introduites en bourse après 2009. De plus, d'après mes recherches, l'Indonésie n'a pas été affectée lors de la dernière crise financière mondiale, et aucune crise significative n'a été constatée ces dernières années dans cette région.

Pour conclure, la réponse à notre problématique est que la FI et l'ISR pourraient ensemble offrir une alternative intéressante pour ses adeptes en proposant des investissements rentables avec un couple risque-rendement comparable voire meilleur à d'autres classes d'actifs.

Bibliographie

Ouvrages

Guéranger, F. (2009). Finance islamique Une illustration de la finance islamique. Paris : Dunod.

Lydenberg, S. et Louche, C. (2006). Investissement socialement responsable : différences entre Europe et États-Unis. Récupéré le 28 juin 2018 de https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2006_num_85_4_4144

NedalAlchaar, M., Sandra, A. (2009). Islamic Finance Qualification: The official workbook (3e éd.). Londres : Securities Investment Institute.

Sidi Ahmed, A. (1982). Finance islamique et développement. Récupéré le 17 juin 2019 de https://www.persee.fr/doc/tiers_0040-7356_1982_num_23_92_4185

Mémoires

Goffinet, P. (2018). La Finance islamique : principes de fonctionnement et comparaison de la performance des fonds islamiques et conventionnels (Mémoire de Master). UCL, Louvain-la-Neuve.

Goncalves. (2014). Investissement socialement responsable : norme en devenir ou phénomène éphémère ? (Mémoire de Master). IAE Grenoble, Grenoble. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-00934228/document>

Pagès, A. (2006). Les performances de l'investissement socialement responsable : mesures et enjeux (Mémoire de Master). HEC Paris, Jouy-en-Josas. Récupéré le 02 juillet 2019 de http://www.vernimmen.fr/ftp/Memoire_performances_investissement_socialement_responsable_mesures_enjeux.pdf

Tronbati, I. (2017). 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 de Master). ICHEC, Bruxelles.

Thèses

El Khamlichi, A. (2012). Éthique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique (Thèse de doctorat). Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand. Récupéré le 30 juillet 2019 de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00773171/document>

Erragraguy, E. (2015). L'éthique en finance : le cas de l'investissement socialement responsable et de l'investissement islamique (Thèse de doctorat). Université de Toulon, Toulon. Récupéré le 21 juin de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01976341/document>

Korbi, F. (2018). La finance islamique : une nouvelle éthique ? : Comparaison avec la finance conventionnelle (Thèse de doctorat). Université Paris 13 Sorbonne Paris Cité, Villetaneuse. Récupéré le 17 juin 2019 de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01871008/document>

Thiam, M. (2013). De la religion à la banque : Contribution à l'étude d'un droit bancaire islamique en France (Thèse de doctorat). Université de Toulon, Toulon. Récupéré le 18 juillet 2019 de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01148414/document>

Yerbang, R. (2017). Investissement socialement responsable : impacts sur la performance et le risque des portefeuilles (Thèse de doctorat). Université de Montpellier, Montpellier. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01735002/document>

Syllabus

Bodson, L. Grandin, P. Hubner, G. et Lambert, M. (2010). Les mesures de performance ajustée au risque (2^e édition). Récupéré de https://www.pearson.fr/resources/titles/27440100815470/extras/7458_chap06.pdf

Nouvelles Donnes Grand Déploiements (NDGD). Performance du portefeuille. Récupéré le 16 mai 2019 de http://nd2d.fr/wp-content/uploads/2016/03/Fiche_ND2D-60-Performance_de_portefeuille_titres.pdf

Rapports officiels

Bayot, B. Cayrol, A. Disneur, L. Provost, C. Monsempo, M. et Morales, A. (2018). L'investissement socialement responsable en Belgique. Récupéré le 24 juillet 2019 de https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/rapport_isr_20180618.pdf

Eurosif. (2016). European SRI Study. Récupéré le 28 juin 2018 de <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>

Eurosif. (2018). European SRI Study. Récupéré le 02 juillet 2019 <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf>

Global Sustainable Investment Alliance. (GSIA). (2016). 2016 Global Sustainable Investment Review. Récupéré le 18 juillet 2019 de http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf

Global Sustainable Investment Alliance. (GSIA). (2018). 2018 Global Sustainable Investment Review. Récupéré le 18 juillet 2019 de http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf

Hernalsteen, M. (2012). La finance islamique : vous avez dit investissement halal ?. Récupéré le 20 juin 2019 de https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/2208_0.pdf

Mzid, W. La Finance islamique : Principes fondamentaux et apports potentiels dans le financement de la croissance et du développement. Récupéré le 20 juin 2019 de <http://rh.banquezitouna.com/upload/1451918489.pdf>

Novethic. (2009). FINANCE ISLAMIQUE ET ISR : CONVERGENCE POSSIBLE ?. Récupéré le 20 juin 2019 de https://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets>Note_Finance_Islamique.pdf

Articles scientifiques

Abedifar, P. Ebrahim, S. Molyneux, P. et Tarazi, A. (2014). Islamic Banking and Finance: Recent Empirical Literature and Directions for Future Research. Récupéré le 17 juin 2019 de https://hal-unilim.archives-ouvertes.fr/file/index/docid/1073-185/filename/FINAL_JES_Islamic_Banking_and_Finance_7_Oct_2014_1.pdf

Artis, A. (2016). La finance autrement ? Réflexions critiques et perspectives sur la finance moderne de Bernard Paranque. Récupéré le 08 juillet 2019 de <https://journals.openedition.org/regulation/11892?lang=en>

Askari, H. et Taghavi, R. The principle foundations of an Islamic economy. Récupéré le 20 juin 2019 de http://ierc.sbu.ac.ir/File/Article/The%20principle%20foundations%20of%20an%20Islamic%20economy_94715.pdf

Axime, G. EL Bakkouchi, M. et Jerry, M. (2017). Le Couple Gestion Active et Gestion Indicielle pour une Meilleure Performance de Portefeuille. Récupéré le 22 juin 2019 de https://www.academia.edu/37069464/Le_Couple_Gestion_Active_et_Gestion_Indicelle_pour_une_Meilleure_Performance_de_Portefeuille

Azmi, W. Ng, Adam. Dewandaru, G. et Nagayev, R. (2019). Doing well while doing good: The case of Islamic and sustainability equity investing. Récupéré le 18 juillet 2019 de <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S2214845018302540?token=E6D0C5771B->

[578A014F9C7F9962CF56194AA2C9AF158156A37BDAFE1BE0635B82A134432C3F3696EB869D0E96B463BF96](#)

Bouayad Amine, N. (2013). Le développement de la finance islamique au Maroc : quelles adaptations du cadre législatif et réglementaire ?. Récupéré le 18 juin 2019 de https://www.academia.edu/36764139/Nabil_BOUAYAD_AMINE_La_finance_islamique_et_les_d%C3%A9veloppement_le_d%C3%A9veloppement_de_la_finance_islamique_au_Maroc_quelles_adaptations_du_cadre_l%C3%A9gislatif_et_r%C3%A9glementaire?auto=download

Bounjoum, A. (2016). Principes fondateurs de la finance islamique. Récupéré le 20 juin 2019 de <https://www.linkedin.com/pulse/principes-fondateurs-de-la-finance-islamique-abdelhak-bounjoum/>

Bruyn, S-T. (1987). The field of social investment. Récupéré le 28 juin 2018 de https://books.google.tn/books?hl=fr&lr=&id=TuHG8m5zN50C&oi=fnd&pg=PR7&ots=x5TfQVn6-W&sig=fVmYBQz6ISbX1wFi--1SjBJQnOk&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false

Cerović, L. Nikolaj, S. et Maradin, D. (2017). Comparative analysis of conventional and Islamic banking: importance of market regulation. Récupéré le 17 juin 2019 de http://bib.irb.hr/datoteka/883124.18-Cerovic_Suljic_Maradin.pdf

Cowton, C-J. et Sparkes, R. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. Récupéré le 28 juin 2018 de <https://link.springer.com/article/10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99>

El Khamlichi, A. (2010). L'investissement en bourse : les normes de la finance islamique appliquées aux valeurs de la place boursière de Paris (CAC 40 et SBF 250). Récupéré le 20 juin 2019 de <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/French/f-r023.pdf>

Erragraguy, E. et Paranque, B. L'investissement islamique est-il compatible avec l'Investissement Socialement Responsable ?. Récupéré le 08 juillet 2019 de https://www.academia.edu/23485786/L_investissement_islamique_est-il_compatible_avec_lInvestissement_Socialement_Responsable

Friede, G. Busch, T. et Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://pdfs.semanticscholar.org/1096/97dcac3a9886d5df2b700e1b4de9a63d77e2.pdf?ga=2.64964584.69460931.1561642946-1449626886.1561642946>

Geczy, C-C. Stambaugh, R-F. et Levin, D. (2003). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1444&context=fnce_papers

Imam, P. et Kpodar, K. (2013). Islamic Banking: How Has It Expanded?. Récupéré le 18 juin de https://econpapers.repec.org/article/mesemfitr/v_3a49_3ay_3a2013_3ai_3a-6_3ap_3a112-137.htm

Imam, P. et Kpodar, K. (2015). Finance islamique et croissance économique : une analyse empirique. Récupéré le 18 juin de <https://www.cairn.info/revue-d-economie-du-developpement-2015-1-page-59.htm#no8>

Jawadi, F. (2012). La finance islamique est-elle à l'abri de la crise financière globalisée ?. Récupéré le 18 juin 2019 de <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2012-3-page-123.htm>

Le Saout, E. et Le Maux, J. (2004). La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ?. Récupéré le 02 juillet 2019 de https://www.researchgate.net/publication/237692507_LA_PERFORMANCE DES INDICES SOCIALEMENT RESPONSABLES MIRAGE OU REALITE

Marwan, S. et AdawiahEngku Ali, E-R. (2016). The Potential of Innovative Financial Tools: Social Impact Bond (SIB) and Sustainable and Responsible Investment (SRI) sukuk, Towards The Sustainable Growth of The Islamic Finance Industry. Récupéré le 08 juillet 2019 de <http://www.ojs.unito.it/index.php/EJIF/article/view/1644/1438>

Matallín-Saez, J-C. Soler-Domínguez, A. Tortosa-Ausina, E. et Mingo-Lopez, D-V. (2017). Ethical strategy focus and mutual fund management: Performance and persistence. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S095965261833840X>

Mujahid, S-M. (2014). Social Financing Innovation: Social Impact Bonds and the Potential Social Areas for its Implementation. Récupéré le 08 juillet 2019 de https://www.researchgate.net/publication/287406893_Social_Financing_Innovation_Social_Impact_Bonds_and_the_Potential_Social_Areas_for_its_Implementation

Renneboog, L. ter Horst, J. et Zhang, C. (2007). The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds. Récupéré le 18 juillet 2019 de <https://pdfs.semanticscholar.org/81dc/539e42f5833b26879f6215bf5a5da92dda04.pdf?ga=2.257869192.2028417804.1563456039-1449626886.1561642946>

Rezaee, A. (2006). La mesure de performance de la gestion indicielle française. Récupéré le 23 mai 2019 de <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00008393/document>

Sparkes, R. et Cowton, C-J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://link.springer.com/article/10.1023/B:BUSI.0000033106.43260.99>

Stachowiak, C. (2004). Prévisibilité des rentabilités boursières Une étude empirique du marché boursier français sur données intra quotidiennes. Récupéré le 22 juin 2019 de <https://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2004-5-page-71.htm>

Verma, M. et Hirapara, J. (2016). Récupéré le 24 mai 2019 de <http://saspjournals.com/wp-content/uploads/2016/08/SJEBM-37382-390.pdf>

Viviani, J-L. et Revelli, C. (2012). Performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : une méta-analyse. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://journals.openedition.org/fcs/1222>

Wiku, S (2017). Constructing an Islamic Socially Responsible Investment (SRI) Index; The Case of Indonesia. Récupéré de https://www.researchgate.net/publication/330111922_Constructing_an_Islamic_Socially_Responsible_Investment_SRI_Index_The_Case_of_Indonesia

Sites et pages web

AAOIFI. (2017). History. Récupéré le 18 juin 2019 de <http://aoofi.com/our-history/?lang=en>

AAOIFI. (2017). Objectives. Récupéré le 18 juin 2019 de <http://aoofi.com/objectives/?lang=en>

ABC Bourse. (2019). La volatilité dans la mesure du risque. Récupéré le 04 mai 2019 de https://www.abcbourse.com/apprendre/19_volatile.html

ABC Bourse. (2019). L'alpha de Jensen, pour évaluer des actifs financiers. Récupéré le 24 mai 2019 de https://www.abcbourse.com/apprendre/19_alpha_de_jensen.html

ABC Bourse. (2019). Le ratio de Treynor. Récupéré le 24 mai 2019 de https://www.abcbourse.com/apprendre/19_ratio_de_treynor.html

Advert, A. (2015). ESG and Islamic Finance collaboration could be major revenue boost for sustainable investment: report. Récupéré le 08 juillet 2019 de https://www.responsible-investor.com/article/islamic_finance/

Al-Jabri, H. (2017). Islamic finance and SRI share a lot of common ground. Récupéré le 08 juillet 2019 de <https://www.europeanceo.com/finance/islamic-finance-and-sri-share-a-lot-of-common-ground/>

AmCham. (2018). Sustainable Finance Task Force. Récupéré le 24 juillet 2019 de <https://www.amchameu.eu/committees-groups/sustainable-finance-task-force>

Askari, H. et Taghavi, R. The principle foundations of an Islamic economy. Récupéré le 20 juin 2019 de http://ierc.sbu.ac.ir/File/Article/The%20principle%20foundations%20of%20an%20Islamic%20economy_94715.pdf

Benali, A. (2017). Les quatre sources du droit musulman : le Coran (1/4). Récupéré le 19 juin de <https://islam-references.org/les-quatre-sources-du-droit-musulman-le-coran-14/>

Boireau, M. (2011). Qu'est-ce que la charia ?. Récupéré le 19 juin de <https://www.caminteresse.fr/economie-societe/quest-ce-que-la-charia-117578/>

Boulabas, I. (2012). La finance islamique est- elle une solution face à la crise?. Récupéré le 17 juin 2019 de https://www.memoireonline.com/01/13/6715/m_La-finance-islamique-est-elle-une-solution-face--la-crise12.html

Candriam. (2019). Exclusion. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.candriam.fr/en/private/market-insights/article-173/approches-esg/exclusion/>

Charest, C. (2018). Pondération selon la capitalisation boursière. Récupéré le 22 juin 2019 de <https://tools.morningstar.ca/cover/videoCenter.aspx?region=CAN&culture=fr-CA&id=847081>

Chen, J. (2019). Social Impact Bond (SIB). Récupéré le 08 juillet 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/s/social-impact-bond.asp>

ClubAMPERE. (2019). Asset Management Performance & Reporting. Récupéré le 24 mai 2019 de <http://www.clubampere.org/glossaire/ratio-de-sortino/>

Conseil Supérieur des Affaires Islamiques. (CSAI). (2005). La zakât, sa philosophie et ses conditions Définition et moralité de la zakât. Récupéré le 08 juillet 2019 de <http://www.islamophile.org/spip/Definition-et-moralite-de-la-zakat.html>

Corporate Finance Institute (CFI). (2019). Capitalization-Weighted Index. Récupéré le 02 mai 2019 de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/capitalization-weighted-index/>

Cours de droit. (CDD). Les sources du droit musulman. Récupéré le 19 juin de <http://www.cours-de-droit.net/les-sources-du-droit-musulman-a130308332>

Dezan, L. & Associates. (2019). Les perspectives d'investissement en Indonésie pour 2019. Récupéré le 02 mai 2019 de <https://www.aseanbriefing.com/news/2019/01/24/les-perspectives-d-investissement-en-indonesie-pour-2019.html>

Dupray, B. (2019). Définition de l'alpha de Jensen. Récupéré le 24 mai 2019 de <https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/3-bourse/5-gestion-portefeuille/196-l-alpha-de-jensen>

EduBourse. (2019). Alpha de Jensen ou étudier la performance d'un gestionnaire. Récupéré le 24 mai 2019 de <https://www.edubourse.com/guide-bourse/alpha-jensen.php>

EduBourse. (2019). Ratio de Sortino pour sélectionner votre fonds. Récupéré le 24 mai 2019 de <https://www.edubourse.com/guide-bourse/ratio-sortino.php>

Euronews. (2018). À quoi ressemble l'avenir de l'économie islamique ?. Récupéré le 19 juin 2019 de <https://fr.euronews.com/2018/07/15/a-quoi-ressemble-l-avenir-de-l-economie-islamique>

Eurosif. (2019). Mission. Récupéré le 02 juillet 2019 de <http://www.eurosif.org/mission/>

Exupéry, S. Citadelle, chap. IX. Récupéré le 18 juillet 2019 de https://dicocitations.lemonde.fr/citation_auteur_ajout/17409.php

Forum pour l'Investissement Responsable. (FIR). (2019). Gouvernance. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.frenchsif.org/isr-esg/fir/la-gouvernance/>

Ganti, A. (2019). Qu'est-e qu'un Sukuk?. Récupéré le 08 juillet 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/s/sukuk.asp>

Gulf Times (GT). (2018). Islamic finance industry assets surpass \$2tn-mark. Récupéré le 18 juin 2019 de <https://www.gulf-times.com/story/596054/Islamic-finance-industry-assets-surpass-2tn-mark>

Hargrave, M. (2019). Sharpe Ratio Definition. Récupéré le 16 mai 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/s/sharperatio.asp>

IndonesiaInvestments. (2019). LQ45 Index. Récupéré le 22 juin 2019 de <https://www.indonesia-investments.com/finance/stocks-bonds/lq45-index/item6426>

Indonesia Stock Exchange (IDX). (2018). Islamic Stock Index. Récupéré le 27 avril 2019 de <https://www.idx.co.id/en-us/idx-islamic/islamic-stock-index/>

Institut Numérique. (2013). Chapitre I : Historique des institutions financières islamiques. Récupéré le 17 juin 2019 de <https://www.institut-numerique.org/chapitre-i-historique-des-institutions-financieres-islamiques-51bb438cb2cca>

Investissement Socialement Responsable. (ISR). (2019). Les acteurs de l'Investissement Socialement Responsable. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.investissement-socialement-responsable.org/acteurs-isr.html>

ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD (IFSB). (2010). Background. Récupéré le 18 juin 2019 de <https://www.ifsb.org/background.php>

ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD (IFSB). (2010). Defining New Standards in Islamic Finance. Récupéré le 18 juin 2019 de <https://www.ifsb.org/>

Jon. (2019). Market Cap Weighted Index: Benefits And Pitfalls. Récupéré le 02 mai 2019 de <https://novelinvestor.com/market-cap-weighted-index/>

KEHATI Indonesian Biodiversity Conservation Trust Fund (KIBCTF). (2016). SRI KEHATI INDEX. Récupéré le 28 avril 2019 de <http://kehati.or.id/indeks-sri-kehati-2/>

Kenton, W. (2019). Treynor Ratio. Récupéré le 27 mai 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/t/treynorratio.asp>

La finance pour tous. (FPT). (2016). Quels sont les principaux acteurs de l'Investissement Socialement Responsable (ISR) ?. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/finance-et-societe/nouvelles-economies/l-investissement-socialement-responsable/quels-sont-les-principaux-acteurs-de-l-investissement-socialement-responsable-isr/>

Lozach, A. (2019). Investissement Responsable : Pourquoi trouve-t-on du Total ou du Amazon dans les fonds ISR ?. Récupéré le 03 juillet 2019 de <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/Investissement-Responsable-Pourquoi-trouve-t-on-du-Total-ou-du-Amazon-dans-les-fonds-ISR---27749039/>

Mataf.net. (2019). Analyser le bêta d'un portefeuille boursier. Récupérer le 06 mai 2019 de <https://www.mataf.net/fr/bourse/edu/apprendre-la-bourse/analyser-le-beta-d-un-portefeuille-boursier>

Murphy, C. (2019). Information Ratio – IR Definition. Récupéré le 23 mai 2019 de <https://www.investopedia.com/terms/i/informationratio.asp>

Naveed. M. (2015). A History of Islamic Finance. Récupéré le 17 juin 2019 de <https://www.islamicfinance.com/2015/02/an-overview-of-the-history-of-islamic-finance/>

Novethic. (2019). Best effort. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/best-effort.html>

Novethic. (2019). Best-in-class. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/best-in-class.html>

- Novethic. (2019). Best-in-universe. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/best-in-universe.html>
- Novethic. (2019). Exclusion normative. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/exclusion-normative.html>
- Novethic. (2019). Isr. Récupéré le 28 juin 2018 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/isr.html>
- Novethic. (2019). Les différentes formes de l'isr. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/finance-durable/comprendre-linvestissement-responsable/les-differentes-formes-de-lisr.html>
- Novethic. (2019). Qui sommes-nous ?. Récupéré le 28 juin 2018 de <https://www.novethic.fr/qui-sommes-nous.html>
- Novethic. (2019). Sélection ESG. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.novethic.fr/lexique/detail/selection-esg.html>
- Novethic. (2019). Sustainable finance research. Récupéré le 28 juin 2018 de https://www.novethic.com/sustainable-finance-research.html?no_cache=1
- Ooreka. (2019). Ratio de Sortino. Récupéré le 24 mai 2019 de <https://epargne.ooreka.fr/astuce/voir/590017/ratio-de-sortino>
- OPCVM.info. (2019). L'alpha de Jensen. Récupéré le 24 mai 2019 de <http://opcvm.info/alpha-de-jensen/>
- Piotr, R. (2019). Écart type d'un produit financier. Récupéré le 04 mai 2019 de <https://educationfinance.ca/investissements/ecart-type-dun-produit-financier/>
- PRI. (2019). What are the Principles for Responsible Investment?. Récupéré le 24 juillet 2019 de <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- Rajca, P. (2019). Ratio de Sortino. Récupéré le 24 mai 2019 de <https://educationfinance.ca/investissements/ratio-de-sortino/>
- Schafroth, E. (2012). Les pays émergents, un nouveau territoire pour l'ISR. Récupéré le 18 juillet 2019 de <https://www.lesechos.fr/2012/10/les-pays-emergents-un-nouveau-territoire-pour-lisr-364214>
- Sergie, M. (2014). The Rise of Islamic Finance. Récupéré le 18 juin 2019 de <https://www.cfr.org/backgrounder/rise-islamic-finance>

Seye, O. (2012). Finance islamique, finance éthique. Quelles différences. Récupéré le 08 juillet 2019 de <https://www.psm-enligne.org/societe/articles-societe/2235-finance-islamique-finance-ethique-quelles-differences>

Sicavonline. (2019). Ratio d'information. Récupéré le 23 mai 2019 de <https://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=def&ida=492411-ratio-d-information>

Silver Arrow (SA). (2014). Jakarta Islamic Index. Récupéré le 27 avril 2019 de <http://www.silverarrow.id/article/view/167>

Steve (2009). The Launchin of SRI-KEHATI Index. Récupéré le 28 avril 2019 de <http://asiaetradings.com/the-launching-of-sri-kehati-index/>

The World Bank. (2015). Finance islamique. Récupéré le 17 juin 2019 de <http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/islamic-finance>

Tronbati, I. (2017). 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 ?

UCLouvain (UCL). (2019). Finance islamique. Récupéré le 18 juin de <https://uclouvain.be/fr/etudier/iufc/finance-islamique.html>

USSIF. (2019). The Forum for Sustainable and Responsible Investment. Récupéré le 24 juillet 2019 de <https://www.ussif.org/about>

Warsman, T. et Prigent, C. (2018). Investissement responsable : la finance au service de la planète. Récupéré le 02 juillet 2019 de <https://www.magazine-decideurs.com/news/investissement-responsable-la-finance-au-service-de-la-planete>

Wikipédia. (2018). LQ45. Récupéré le 28 avril 2019 de <https://en.wikipedia.org/wiki/LQ45>

Zephyr. (2019). Ratio d'information. Récupéré le 27 mai 2019 de <http://www.styleadvisor.com/resources/statfacts/information-ratio>