



UNIVERSITÉ
DU QUÉBEC
EN OUTAOUAIS

UNIVERSITE DU QUEBEC EN OUTAOUAIS

MEMOIRE DE MAITRISE

PRÉSENTÉ A

MANEL KAMMOUN, PhD.

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAITRISE EN ÉCONOMIE FINANCIÈRE

PAR

ANGELE NDIAYE

L'IMPACT DES FACTEURS ESG SUR LA PERFORMANCE DES FONDS MUTUELS

IPO

Mars 2022

Résumé

Ce mémoire a pour objectif d'examiner l'impact des facteurs ESG sur la performance des fonds mutuels spécifiquement des IPO.

Pour atteindre notre objectif, nous utilisons les données américaines des fonds mutuels IPO choisies en fonction des facteurs ESG qu'on compare à celles des Fonds conventionnels. Nous utilisons un échantillon de données de 374 fonds dont 144 non IPO et 230 IPO sur la période allant de 1984 à 2018. Les 3 variables de Morningstar dont la cote de durabilité de Morningstar, le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille et le score de durabilité de l'entreprise du portefeuille sont pris en considération dans cette analyse afin de voir s'il existe une relation entre le rendement d'un portefeuille et l'intégration des critères ESG.

Nos principaux résultats démontrent que l'intégration des critères ESG a un impact positif et statistiquement significatif sur la performance des fonds IPO. Cependant avec la prise en compte des 3 métriques de Morningstar, nous constatons que les portefeuilles à faibles scores surperforment ceux des fonds a hauts et moyens scores. Cette conclusion rejoint les analyses de Dolvin, Fulkerson, et Krukover (2019) ou encore de Steen, Moussawi et Gjolberg (2019). Notre analyse empirique nous permet également de constater que les fonds IPO performant mieux dans l'ensemble par rapport aux fonds conventionnels.

Mots Clés : Environnemental, social et de Gouvernance (ESG), Introductions en bourse (IPO), fonds mutuels, performance des fonds mutuels IPO.

Remerciements

Je tiens à exprimer toute ma reconnaissance à ma directrice de recherche, la professeure Madame MANEL KAMMOUN. Je la remercie de m'avoir encadré, orienté, et conseillé.

Mes gratitudes vont également à l'endroit du directeur du programme, Monsieur TANDJA CHARLI, et tous les personnels et corps professoraux de l'université de L'UQO. J'adresse également mes reconnaissances aux membres du jury qui prendront de leur temps pour juger et évaluer ce travail de recherche.

Finalement, je suis reconnaissante envers ma famille, car ils m'ont motivée et soutenue même dans les moments difficiles.

Table des Matières

Résumé.....	2
Remerciements.....	3
Listes des Acronymes	6
Listes des Figures.....	7
1 Introduction.....	8
1.1 Justification de la recherche.....	11
1.2 Objectif et contribution.....	14
2 L'industrie des fonds mutuels.....	16
2.1 Définition et croissance de l'industrie.....	16
2.2 Évidence sur les stratégies de gestion	18
2.3 Les fonds mutuels IPOS.....	20
2.4 Les facteurs ESG et l'industrie des fonds mutuels.....	21
2.4.1 Définition et principes	23
2.4.2 Évolution et tendances actuelles des facteurs ESG dans l'industrie des fonds mutuels.....	25
3 Revue de la littérature	27
3.1 La performance des fonds mutuels.....	27
3.2 La performance des fonds mutuels ESG.....	29
3.3 La performance des titres IPOS	31
3.4 La performance des fonds mutuels IPOS.....	32
4 Objectif et hypothèses de recherche	34
4.1 Objectif.....	34
4.2 Hypothèse de la recherche.....	35
5 Méthodologie et données	35

5.1 Les mesures de performances	35
5.1.1 Le modèle de Fama et French.....	36
5.1.2 Le modèle de Carhart	37
5.2 Les données.....	37
5.2.1 Source et traitement de données	38
5.2.2 Analyse descriptive des données	39
6 Résultats empiriques	42
7 Conclusion et limites de l'étude.....	49
8 Références.....	51

Listes des Acronymes

ESG : Environnemental, Social, Gouvernance

SRI: Social responsibility Investment

IPO: Initial Public Offering

FPI: Fond de placement Immobilier

FNB : Fond négocié en Bourse

BNR : Bénéfice Net réalisé

RSE : Responsabilité Sociale d'Entreprise

MOM: Momentum

SMB: Small Minus Big

HML: High Minus Low

RM: Rendement de marché

ETF : Exchange-Traded Fund

Listes des Figures

Figure 2.1 : Vue d'ensemble de la tendance des différents fonds mutuels

Figure 2.2 : Nombre de fonds investissant selon les critères ESG de l'année 2019 et 2020

Figure 2.3: Total des Actifs net qui incorporent les critères ESG dans leur investissement

Figure 2.4: Catégories ESG intégrées par les gestionnaires de fonds de 2018 à 2020

Tableau 1 : Statistiques sommaires des rendements des fonds IPO versus les fonds Non-IPO

Tableau 2 : Impact des facteurs ESG sur la performance les fonds IPOs versus les fonds conventionnels en utilisant le modèle de Fama et French

Tableau 3 : Impact des facteurs ESG sur la performance les fonds IPO versus les fonds conventionnels en utilisant le modèle de Carhart

1. Introduction

Un fonds commun de placement, aussi appelé fond mutuel ou fonds d'investissement, est une société d'investissement qui rassemble l'argent de plusieurs actionnaires afin d'investir dans un portefeuille de titres. Ce dernier est principalement composé d'un ensemble de placements, qui appartiennent à un groupe d'investisseurs et sont gérés par un gestionnaire de portefeuille professionnel¹.

L'investisseur réalise un bénéfice en recevant une part du pourcentage de son investissement, et devient donc détenteur de parts du fonds. Ainsi, en échange de l'administration du fonds et de la gestion de son portefeuille de placements, le gestionnaire de fonds facture des frais à leurs clients. Ces frais servent à payer les gestionnaires et à régler des dépenses telles que des frais de promotion et de gestion.

Parmi les fonds communs de placement, il est possible de distinguer une multitude de produits financiers, qui y sont rattachés. De manière générale, ils sont classés en fonction de leurs objectifs ou de leurs politiques d'investissements. Nous pouvons notamment citer les fonds du marché monétaire, les fonds à revenu fixe, les fonds de croissance ou d'actions, les fonds équilibrés, les fonds mondiaux et étrangers, les fonds spécialisés ou encore les fonds indiciels.

Dans le contexte de cette recherche, nous nous intéressons principalement à l'impact des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)² sur la performance des fonds mutuels qui investissent dans les entreprises nouvellement introduites en bourse, ou *Initial Public Offering* (IPO)³. En effet, Batenil et Asghari (2014) définissent l'IPO comme une entreprise qui décide, au cours de sa carrière, d'émettre ses actions au public pour la première fois. Chaque jour,

¹ Investment Company Fact-book 2021

² ESG: Terme utilisé pour désigner l'environnement, le social et la gouvernance

³ IPOs: terme en anglais qui veut dire public initial public offering et traduit en français pour désigner l'Introduction en bourse d'une société

des centaines d'entreprises entrent en bourse ; cela leur permet de soutenir les investissements nécessaires à la poursuite de leurs activités, et ainsi de développer leurs opérations. Dans ce sens, de nombreuses études sont entreprises afin de comprendre et d'analyser la performance des entreprises nouvellement introduites en bourse. Drobetz, Kammerman et Wälchli (2005), ainsi que Gounopoulos et Nounis (2008), Govindasamy (2010) et Santos (2011) constatent que ces sociétés ont tendance à sous-performer dans un délai allant de trois à cinq ans après une introduction en bourse. Ainsi, Liu (2009) définit la sous-performance à long terme des IPO comme un rendement moyen négatif sur une longue période après l'émission. De plus, pour mieux expliquer ce faible rendement des IPO, Loughan et Ritter (2004) et Lowry et Officer (2010) avancent que le secteur industriel dans lequel l'entreprise opère joue également un rôle majeur. Ils prennent l'exemple des entreprises qui évoluent dans le domaine de la technologie, qui sont les plus exposées à la sous-évaluation.

D'autres études s'intéressent aux fonds mutuels qui investissent dans les IPO, et plus particulièrement la manière dont ils performant dans un portefeuille. Nous pouvons citer celles de Wang, Chang et Gau (1992), qui ont utilisé l'échantillon de données des introductions en bourse de fonds de placement immobilier durant la période allant de 1971 à 1988, et qui ont découvert des rendements initiaux négatifs, dus à la surévaluation des fonds de placement immobilier. Selon leurs analyses, les fonds d'IPO sous-performent 120 jours après leur entrée en bourse. Ling et Ryngaert (1997) nient cette hypothèse dans leurs études en trouvant des rendements initiaux positifs, qui indiquent ainsi une sous-évaluation initiale. Leur conclusion générale affirme que les introductions en bourse des fonds de placement immobilier surperforment par rapport aux fonds de placement immobilier traditionnels pendant les 100 premières journées après leur sortie. Une autre étude, menée par Hwang, Titman, et Wang, (2018) soutient qu'il existe une forte corrélation entre le rendement des fonds d'IPO et les gestionnaires des portefeuilles diplômés d'universités d'élite. Pour ces chercheurs, les compétences managériales des gestionnaires de fonds communs de placement ont un impact significatif sur le rendement.

Un autre aspect nécessite une attention particulière : il s'agit de la littérature portant sur la gestion active des fonds mutuels. Les études les plus marquantes sont celles de Jensen (1968), Ippolito (1989), Gruber (1996) et Davis (2001) qui examinent un échantillon de fonds

d'investissement sur la période allant de 1945 à 1994, et constatent que le fonds moyen génère un alpha négatif après frais. Ils concluent en affirmant que ces fonds d'actions américaines, qui sont gérés de manière active, sous-performent après les frais et dépenses. Cela est confirmé par Wermers (2000), car selon lui, les actions détenues par le fonds géré activement moyen surperforment de 1,3 % par an, mais, après les différents coûts de négociation, de distribution, et opérationnels, entre autres, le fonds moyen sous-performe d'environ 1 % par an. Un autre facteur permet de déterminer les compétences des gestionnaires actifs : il s'agit du nombre d'opportunités d'investissements rentables. En d'autres termes, le gestionnaire de fonds actif doit être expérimenté et bien informé sur le marché financier. En effet, Pástor, Stambaugh et Taylor (2017) mettent en évidence une forte corrélation entre les moments de transaction et la performance. Ils insinuent que le moment de transaction est un élément qui peut affecter le bénéfice d'un fond. Dans la même mesure, Von Reibnitz (2017) remarque que les fonds performant bien mieux durant les grandes périodes de variation de rendement entre les actions. Selon Xi, Feng et Sadka (2019) la capacité des gestionnaires de fonds à créer de la valeur dépend des conditions de liquidité du marché.

La littérature existante sur les facteurs ESG est le sujet principal de cette recherche ; nous constatons qu'elle est très bien documentée dans la finance. De primée abord, l'intégration des critères ESG est considérée comme un moyen d'apporter des modifications a des problèmes majeurs tels que le changement climatique, les droits de l'homme ou encore la mauvaise gouvernance. Cependant, l'utilisation des facteurs ESG dans les stratégies d'investissement joue un rôle important sur la performance d'un fond. Dans cette optique, de nombreuses études sont réalisées pour analyser et comprendre l'impact des facteurs ESG sur le rendement. De récentes recherches menées par Friede, Bush et Bassen (2015), Santomil, Gonzalez, Domingues et Reboredo (2019), ainsi que Verheyden et Feiner (2016) prouvent que l'intégration des facteurs ESG dans les portefeuilles d'investissements à un impact positif sur le bénéfice, et réduit également les volatilités. Revelli et Viviani (2015) ajoutent que le fait de considérer ces facteurs dans une décision d'investissement n'affecte nullement la performance financière. D'autre part, les recherches de Ghoul et Karoui (2015) soulignent des rendements médiocres par rapport aux fonds traditionnels suite à l'intégration des critères. En ce qui concerne la relation entre les facteurs ESG et les IPO, la relation entre le risque gouvernemental des critères ESG et la sous-évaluation

des introductions en bourse est défavorable. En effet, Baker, Boulton, Alves et Morey (2021) prouvent que la sous-évaluation des IPO a tendance à baisser dans les pays où les notations gouvernementales des ESG sont élevées. Ces chercheurs montrent de manière claire que les facteurs ESG jouent un rôle important dans la performance des introductions en bourse. Un autre aspect mérite notre attention : celui de l'engagement des entreprises dans l'utilisation des critères ESG, et l'influence de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) sur la performance des IPO, et en particulier en ce qui concerne sa sous-évaluation et le bénéfice net réalisé (BNR). Bollazzi et Risalvato (2017) concluent que, en utilisant l'analyse univariée, les entreprises avec un rapport ESG semblent sous-évaluées, alors que, avec l'analyse multivariée, ils observent des résultats non significatifs. Il convient également de noter sur la question de la divulgation de la responsabilité sociale d'entreprise, des introductions en bourse en rapport avec la performance post-IPO. De ce point de vue, une meilleure divulgation sociale des entreprises est corrélée positivement avec les rendements de longue période de détention. De plus, Huang (2019) constate que les investisseurs accordent beaucoup d'importance à la divulgation de la RSE.

Ainsi, la présente recherche porte une attention particulière aux facteurs ESG, et permet d'analyser et de mesurer la performance des fonds mutuels qui investissent dans les introductions en bourse (IPO). Les études réalisées à ce sujet étant très limitées, voire inexistantes, cela nous encourage à les enrichir, afin de permettre aux investisseurs et aux gestionnaires de fonds de sélectionner les meilleures opportunités d'investissement dans le futur.

1.1 Justification de la recherche

Les fonds mutuels comptent parmi les investissements les plus utilisés aux États-Unis (EU). Les entrées nettes des fonds communs de placement sont estimées à 205 milliards de dollars en 2020, soit 1 % de l'actif net total à la fin de l'année 2019⁴.

⁴ Investment company Fact-book 2021

Avec l'effet grandissant des fonds communs de placement, nous assistons à la multiplication des options de placements. De ce fait, plusieurs investisseurs sont à la recherche de la meilleure opportunité de placement dans le but d'obtenir d'excellentes performances en matière de rendements financiers.

Dans cette optique, plusieurs études sur la performance des fonds mutuels ont été réalisées. Nous pouvons noter la mesure de Jensen (1968), qui se base principalement sur le risque systématique que représente l'excédent de rentabilité d'un fonds mutuel, et les travaux de Carhart (1997). Ce dernier constate que les rendements des fonds communs de placement d'actions américaines au cours de l'année écoulée prédisent positivement leur valeur brute. Carhart (1992) parvient aussi à démontrer que la persistance des ratios de frais explique en majorité la persistance à long terme du rendement des fonds communs de placement. Dans la même lignée, Hendricks, Patel et Zeckhauser (1993), Goetzmann et Ibbotson (1994), Brown et Goetzmann (1995) et Wermers (1997) documentent des rendements positifs lorsque l'investissement est de court terme (c'est-à-dire d'environ d'un à trois ans), tandis que Grinblatt et Titman (1992), Elton, Gruber, Das et Hlavka (1993), ainsi qu'Elton, Gruber et Blake (1996) constatent des bénéfices positifs sur une période de cinq à dix ans. Jegadeesh et Titman (1993) remarquent que les tactiques d'achat d'actions avec des rendements élevés au cours des trois à douze derniers mois et la vente d'actions avec des rendements faibles au cours de la même période génèrent des bénéfices d'environ 1 % l'année suivante. Enfin, Fama French (1993) propose un modèle multifactoriel, qui inclut d'abord un proxy de marché pondéré en fonction de la valeur, puis un facteur qui permet de contrôler la prime de risque associé aux actions des grandes entreprises, et finalement une variable qui représente le stock de valeur opposé à la prime de croissance.

Plus récemment, d'autres études (Kurtz et Dibartolomeo (1996), Guerard (1997), Goldreyer et Diltz (1999), Statman (2000), Bauer, Koedijk, et Otten (2005), Bello (2005), Schroder (2007), Statman et Glushkov (2008)) ont porté l'attention sur la performance des fonds mutuels ESG. Elles ont également souligné un effet non significatif en intégrant des facteurs ESG dans les décisions d'investissement sur la performance des fonds mutuels. Geczy, Stambaugh et Levin (2005), Brammer, Brooks et Pavelin (2006), Renneboog, Ter Horst et Zhang (2008), Hong et Kacperczyk (2009) trouvent des résultats différents et montrent un impact négatif des filtres a

investissement socialement responsable (ISR) sur le rendement des fonds en utilisant les données des fonds communs de placement. Cela n'est pas tout à fait le cas d'autres travaux de recherche (Moskowitz (1972), Luck et Pilotte (1993), Derwall, Koedijk, et Ter Horst (2005), Kempf et Osthoff (2007)) qui remarquent une amélioration du rendement avec les fonds d'investissement socialement responsable (ISR). Selon ces auteurs, les fonds ISR ont un impact positif sur le rendement des fonds mutuels.

Enfin, en ce qui concerne la littérature de la performance des fonds mutuels IPO, les études qu'il est nécessaire de retenir sont celles de Wang, Chang et Gau (1992), qui, grâce à leur échantillon, remarquent une tendance de rendements négatifs des fonds d'actions des placements immobiliers IPO. Ling et Ryngaert (1997), de leur côté, notent que ces fonds ont tendance à bien performer pendant leurs 100 premiers jours d'apparition sur le marché financier. Dans la même mesure, Buttner, Hyland et Sanders (2001) examinent les rendements à long terme des fonds d'actions de placement immobilier et des fonds de placement immobilier IPO, et ne constatent aucun rendement à long terme de fonds d'actions des placements immobiliers IPO avant 1990. Cependant, ils découvrent, d'autre part, d'importants rendements positifs à long terme au milieu de l'année 1990. Cela n'est pas le cas des IPO en ce qui concerne la relation entre le risque gouvernemental des critères ESG et la sous-évaluation des introductions en bourse. En effet, en 2021, Baker, Boulton, Alves et Morey examinent 7 446 IPO dans 36 pays et remarquent que la sous-évaluation des IPO a tendance à baisser dans les pays où les notations gouvernementales des ESG sont élevées. L'étude de Bollazzi et Risalvato (2017) sur l'engagement des entreprises dans l'utilisation des critères ESG et l'influence de la responsabilité sociale des entreprises sur la performance des IPO en particulier, ainsi que sur sa sous-évaluation et sur le bénéfice net réalisé (BNR) méritent une attention particulière. En effet, ces chercheurs concluent que, avec l'analyse univariée, les entreprises qui possèdent avec un rapport ESG semblent sous-évaluées alors que, avec l'analyse multivariée, ils observent des résultats non significatifs. Il en va de même pour Huang et al. (2019) qui stipule qu'il existe une relation positive entre une divulgation sociale des entreprises et les rendements de longue période de détention.

Dans cette perspective, plusieurs recherches peuvent être développées afin de comprendre l'effet des critères ESG sur la performance des fonds mutuels IPOs. En considérant la littérature existante, nous pouvons étudier cette performance en tenant compte des facteurs ESG dans les fonds mutuels IPO. Pour cela, nous pensons qu'une démarche empirique est nécessaire pour apporter des conclusions claires et concises à cette relation. Cette démarche consiste à comparer la performance des fonds mutuels qui considèrent les critères ESG et qui investissent dans les IPO à leurs homologues (fonds conventionnels) qui ne tiennent pas compte des facteurs ESG. Nous nous intéressons aux données du marché boursier américain, car les États-Unis détiennent la plus grande part des fonds d'actions au monde, à hauteur de 53 % ⁵. Les méthodes expérimentales de ces études servent à comparer la performance de fonds ESG aux fonds mutuels traditionnels afin de vérifier l'existence d'une tendance de surperformance ou de sous-performance, voire de performance similaire. La question de recherche que nous présentons est la suivante: l'introduction des facteurs sociaux, environnementaux et de gouvernance a-t-elle un impact sur la manière dont les fonds IPO performant ?

Bien qu'il existe un grand nombre d'études portant sur les facteurs ESG, celle-ci sera parmi les premières à analyser la performance des entreprises nouvellement introduites en bourse (IPO) qui prennent en compte les facteurs ESG, en opposition à celles qui n'en tiennent pas compte.

1.2 Objectif et contribution

La littérature existante en ce qui concerne la performance des fonds mutuels est très documentée dans le monde de la finance. Nous pouvons citer les études de Sharpe (1966), Carhart (1997), Chen, Jegadeesh et Wermers (2000), et Rao (2001), qui soutiennent l'existence d'une performance persistante des fonds mutuels. Leurs recherches dévoilent une performance positive des fonds mutuels lorsque l'investissement est équivalent à une année ou moins. D'autres études empiriques, comme celles d'Elton, Gruber, et Blake (1996) ou Drooms et Walker (2001) rejoignent la même idée de performance positive, mais constatent que la persistance de la

⁵ Investment company Fact-book 2021

performance se dégrade au-delà de trois ans. En revanche, Grinblatt et Titman (1993) confirment l'existence d'une performance positive et négative des fonds mutuels dans son ensemble.

Au sujet de la performance des fonds mutuels ESG, nous retenons principalement les études empiriques (Friede, Busch et Bassen (2015), Durán-Santomil, Gozalez, Domingues et Reboredo (2019), Verheyden, Eccles et Feiner (2016)) qui prouvent que l'intégration des facteurs ESG dans les portefeuilles d'investissements à un impact positif sur le bénéfice et réduit les volatilités. Ainsi, la performance et le rendement des fonds sont améliorés grâce à l'ensemble des filtres d'investissement socialement responsable. Geczy, Stambaugh et Levin (2005), Brammer, Brooks et Pavelin (2006), Renneboog, Ter Horst, et Zhang (2008), Hong et Kacperczyk (2009) ainsi que Ghoul et Karoui (2015) rejettent toute idée de bonne performance, et affirment que ce genre d'investissement est inefficace; ces chercheurs considèrent qu'il rapporte des rendements médiocres, voire négatifs.

Certaines études empiriques s'intéressent à la performance des fonds mutuels IPOs. C'est le cas des recherches de Wang, Chang et Gau (1992), qui mettent en évidence des rendements initiaux négatifs dus à la surévaluation des fonds de placement immobilier (IPO) et remarquent ainsi une sous-performance de ces fonds 120 jours après leur entrée en bourse. De même, les travaux de recherches de Ling et Ryngaert (1997) soulignent des rendements initiaux positifs, qui indiquent ainsi une sous-évaluation initiale. Ces chercheurs en déduisent alors que les introductions en bourse de fonds de placement immobilier surperforment les fonds de placement immobilier traditionnels durant les 100 premiers jours après leur sortie. Buttner, Hyland et Sanders (2001) examinent, eux, les rendements à long terme des fonds de placement immobiliers conventionnels et les introductions en bourse de fonds de placement immobilier ; ils observent d'importants rendements positifs à long terme des fonds d'actions des placements immobiliers IPO au milieu de l'année 1990.

Les fonds IPO sont utilisés dans cette étude, car de plus en plus de sociétés rentrent en bourse ce qui laisse un choix d'actions plus large aux investisseurs. De plus, il existe de nombreuses recherches traitant de la sous-évaluation des IPO, mais aucune étude approfondie n'est réalisée sur les critères ESG et les introductions en bourse. Ce mémoire contribue ainsi à la

littérature existante sur les facteurs ESG dans l'industrie des fonds nouvellement introduite en bourse. Il permet également de comprendre la valeur ajoutée (en matière de rendement) que peuvent rapporter les facteurs ESG dans un investissement.

Ainsi, ce mémoire s'organise de la manière suivante : dans la deuxième partie du travail, nous présentons l'industrie des fonds mutuels en général. Dans la troisième partie, nous présentons les facteurs ESG et leur évolution dans le temps avec l'industrie des fonds de placement, en insistant particulièrement sur les fonds mutuels IPO et leurs performances. Dans la quatrième partie, nous abordons l'objectif et les hypothèses de cette recherche. La cinquième partie introduit les données et les mesures de performance, tels que le modèle de Fama French et de Carhart et la sixième partie présente les résultats empiriques. Pour finir, avec la septième partie contient la conclusion et les limites de l'étude.

2 L'industrie des fonds mutuels

Cette partie présente l'industrie des fonds mutuels et les stratégies de gestion à savoir celle de la gestion active et passive. Nous introduisons ensuite les fonds mutuels IPO.

2.1 Définition et croissance de l'industrie

Les fonds mutuels ont connu une croissance remarquable au fil des dix dernières années. Selon Rajkumar, Venkatramaraju (2004) un fonds commun de placement met essentiellement en commun l'argent des investisseurs, qui partagent un objectif financier commun. Cet argent est investi dans des instruments du marché des capitaux, comme des actions et des obligations ainsi que dans d'autres moyens d'investissement, tels que l'immobilier ou les matières premières. Le rôle du gestionnaire de fonds est de gérer les fonds au quotidien. Il choisit quand acheter ou vendre, selon chaque placement, afin de réaliser des gains en capital. De manière simultanée, ce dernier s'assure aussi de satisfaire les objectifs de placement des investisseurs, afin de maximiser la

performance des fonds et d'atteindre les objectifs en matière de rendements. Lorsque l'objectif de rendement financier est atteint, les gestionnaires fractionnent les bénéfices réalisés entre les différents porteurs de parts (investisseurs), au prorata du nombre d'unités qui leur appartiennent.

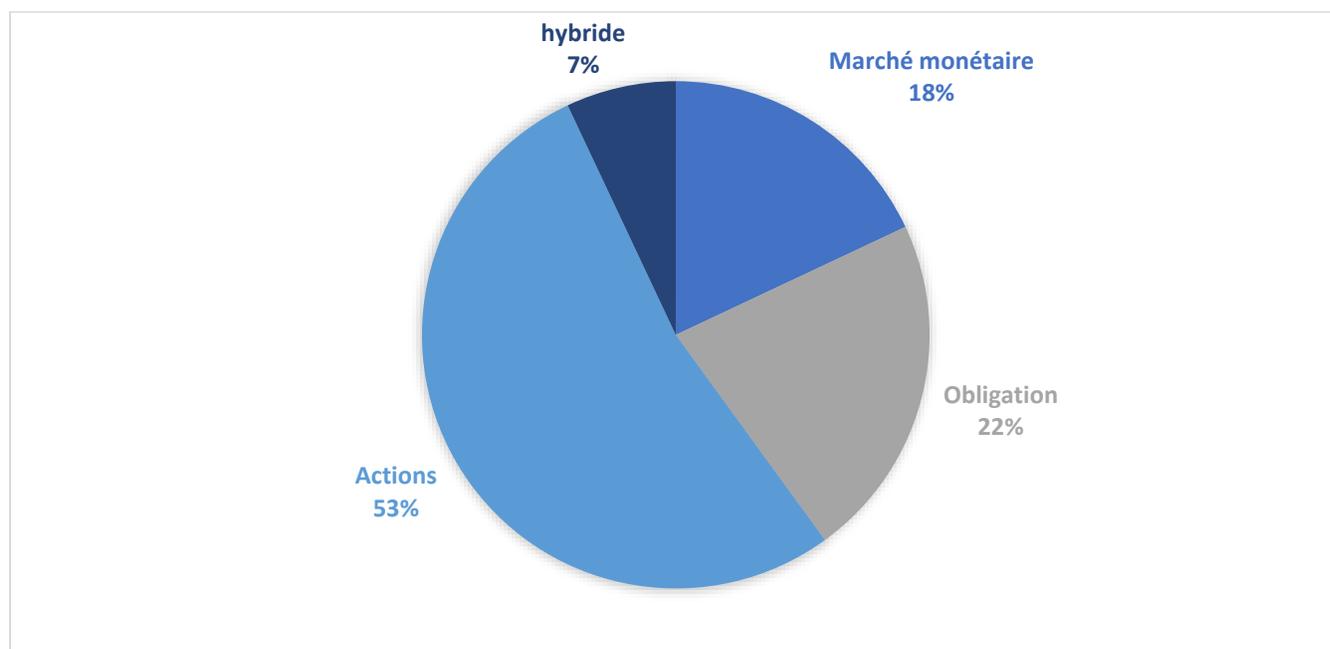
La popularité grandissante des fonds mutuels s'explique par une augmentation du nombre et de types de fonds d'investissement disponibles, qui vont du plus pro actif au plus dynamique. Les types de fonds les plus utilisés sont les fonds indiciels, les marchés monétaires, les dividendes, les fonds d'actions, les fonds équilibrés et les fonds obligataires. Durant l'année 2020, 102,5 billions d'Américains, dans 58,7 billions de ménages, ont investi dans les fonds mutuels, dans l'espoir d'atteindre leurs objectifs financiers à long terme (retraite, éducation des enfants, achat d'une maison ou encore fonds d'urgence). De plus, les entrées nettes des fonds mutuels se sont élevées à 205 billions en 2020, soit 1 % de l'actif net total pour l'année 2019⁶.

Le marché des fonds mutuels américains demeure le plus populaire à la fin de l'année 2020, avec 23,9 \$ trillions en actif net total, dont 53 % pour les fonds communs d'actions, 22 % pour les fonds obligataires, 18 % pour les fonds du marché monétaire et enfin 7 % pour les fonds hybrides⁷ (voir Graphique 2.1). Cette croissance s'explique par le volume de demande des investisseurs sur les produits qui assurent une meilleure liquidité et l'accessibilité aux marchés financiers.

⁶ Investment Company Fact- book 2021

⁷ Investment Company Fact- book 2021

Figure 2.1 : Vue d'ensemble de la tendance des différents fonds mutuels



Cette figure est un aperçu de la tendance des fonds communs de placement (pourcentage de l'actif net total de l'année 2020). Elle représente le pourcentage de part de chaque fond mutuel.

Source: Investment Company Fact-book 2021

2.2 Évidence sur les stratégies de gestion

Elton, Gruber, Brown et Goetzmann (2009) identifient deux types de stratégie de gestion qui sont particulièrement utilisés pour créer de la valeur ajoutée dans un investissement. Le premier correspond à la gestion active, qui a l'ambition de surpasser la performance du marché, et ainsi de réaliser des rendements supérieurs. Les deux méthodes qui ont reçu le plus d'attention auprès des investisseurs et des gestionnaires de fonds sont le *stock picking* et le *market timing*. Le premier consiste à sélectionner les meilleurs titres ou actions selon leur rentabilité future supposée. En d'autres termes, le gestionnaire d'actifs doit être en capacité de choisir des titres qui lui permettront d'atteindre des rendements positifs. Cela nécessite une bonne compréhension du marché boursier et des compétences générales dans ce domaine, car Kacperczyk, Van Nieuwerburgh et Veldkamp (2014) montrent que les gestionnaires de fonds qualifiés anticipent bien les évolutions du marché pendant les marchés baissiers, et sélectionnent de bonnes actions pendant les marchés haussiers.

D'autre part, le *Market timing* correspond au fait de choisir les bons moments de transaction en vue de maximiser les bénéfices. Cremersa et Fulkersonb (2019) le définissent comme la capacité à prédire correctement l'orientation future du marché global ou des sous-marchés. Ainsi, un bon gestionnaire doit être en mesure d'anticiper la volatilité du marché.

Deuxièmement, la deuxième stratégie de gestion est la gestion passive (indicielle). Eddelbittel (1996) explique que les investisseurs sont à la recherche du même rendement qu'un indice de référence pré choisi (indice boursier). Selon ce chercheur, la finalité de cette stratégie de gestion consiste à répliquer de manière irréprochable un indice de référence désigné, sans tenir compte de l'horizon de placement. Pour cela, il doit surveiller l'écart type des différences de rendements quotidiens entre l'indice de marché et son portefeuille de suivi pour atteindre cet objectif. De manière générale, la gestion passive est accessible par l'intermédiaire de services de courtage en ligne. Seawright (2012) soutient fermement que les fonds de gestion indicielle sont beaucoup moins coûteux, car ils essaient d'imiter un indice et de transiger avec bien moins fréquemment. La gestion passive représente aujourd'hui la majorité des placements des actions institutionnelles.

Cependant, Ambachtsheer (1979) soutient que, pour qu'une gestion active surperforme une gestion passive, le gestionnaire d'actifs doit être en mesure de produire des bénéfices qui contrebalancent les frais et dépenses engendrés pour la négociation et la gestion du fonds. Ainsi, le rôle d'un gestionnaire d'actifs est de créer de la valeur ajoutée d'un portefeuille, tout en sachant que le fait de produire ces rendements positifs n'est pas chose facile dans un marché efficace où toute information financière est transmise parfaitement, de manière complète et instantanée. En ce qui concerne les fonds passifs, Carosa (2005) affirme qu'ils attirent beaucoup les investisseurs en raison de leur réduction de coût et d'un processus fiscal efficace, mais aussi, car ils permettent d'éviter de passer de plus en plus de temps à effectuer des recherches d'antécédents pour chaque entreprise.

2.3 Les fonds mutuels IPO

Le marché des offres publiques initiales connaît une évolution considérable dans le milieu financier. En effet, il existe de nombreuses recherches menées par des universitaires et des investisseurs financiers qui s'intéressent aux fonds mutuels IPO.

EY report (2021)⁸, présente des informations sur le nombre d'introductions en bourse placées et le montant des capitaux levés. Jusqu'à aujourd'hui, les marchés financiers continuent d'évoluer en matière de volume et produisent des introductions en bourse. Les bourses d'Afrique, d'Europe, du Moyen Orient et d'Inde fournissent une augmentation de 724 introductions en bourse, ce qui représente 109 billions de dollars. Les bourses américaines, elles, ont enregistré, 528 introductions en bourse durant l'année 2021, pour un total de 174,6 billions de dollars. Enfin, l'Asie- Pacifique présente une augmentation de 1136 introductions en bourse, avec une somme de 169,3 billions de dollars.

Les banques d'investissement sont considérées comme les principaux souscripteurs des offres publiques initiales aux États Unis. Entre 1990 et 2001, 361 banques américaines ont choisi d'investir dans les IPO. Parmi elles, plus de 60 détiennent des fonds communs de placement affiliés (Ritter et Zhang, 2006). Durant cette période les banques d'investissement ont montré un intérêt constant pour les IPO, ce qui explique l'augmentation du volume de ces derniers.

Dernièrement, Hwang, Titman et Wang (2018) soutiennent que les gestionnaires de fonds communs de placement diplômés d'universités d'élites ont tendance à obtenir davantage de

⁸ EY report 2021 (effective Financial report): créée en 2011, son but est de fournir des informations claires et concises sur des questions telles que l'audit, la technologie, la réglementation et le rôle d'un directeur financier. Ey report se concentre aussi sur la complexité de l'information financière et pousse les dirigeants financiers à y débattre.

rendement que les autres lorsqu'ils investissent dans les fonds. Cette meilleure performance s'explique par les relations qu'ils entretiennent avec les souscripteurs, qui facilitent les allocations aux offres publiques initiales sous-évaluées. Ces chercheurs constatent que les fonds ne surperforment qu'au cours des mois où des souscripteurs émettent des introductions en bourse, qui permettent de générer des rendements anormaux importants, pouvant atteindre 4,08 % par an sur les marchés.

L'investissement des IPO dans les fonds mutuels est en évolution constante et de plus en plus d'investisseurs profitent des avantages que peuvent rapporter ces derniers en matière de rendement. De nombreuses entreprises rentrent en bourse, ce qui offre davantage de choix d'actions sur le marché financier.

2.4 Les facteurs ESG et l'industrie des fonds mutuels

Au cours des années précédentes, les ISR ont attiré l'attention de nombreux investisseurs à l'échelle mondiale. Ces investissements ISR ont l'objectif d'exclure des entreprises considérées comme négatives ou néfastes pour le bien être humain. Selon Steen, Moussawi et Gjolberg (2020) à la fin des années 1990 et au début des années 2000, le concept inédit, de l'ESG a fait son entrée dans le cadre de l'investissement durable.

Bien qu'il n'existe pas de définition générale communément acceptée du terme ESG, la Fédération internationale des comptables⁹(2012) considère que, les mesures ESG influencent le comportement d'une entreprise en ce qui concerne leurs décisions d'investissement. De ce fait, la plupart des dirigeants d'entreprises considèrent d'abord leurs efforts en matière de développement durable comme un moyen d'attirer les consommateurs, des employés et des investisseurs socialement conscients de leur planète et de leur environnement. Dans ce sens, de nombreuses entreprises enregistrées dont les fonds communs de placement, les fonds de rente variable, les

⁹ IFAC: La Fédération internationale des comptables est la fédération globale de la profession comptable.

fonds négociés en bourse (FNB) et les fonds à capital fixe incluent les facteurs ESG dans leurs décisions d'investissement.

Le rapport de l'"*US Sustainable and Responsible Investment foundation* (US SIF) ¹⁰ (2020)" identifie 836 sociétés d'investissement enregistrées avec des actifs ESG en 2020, dont 718 fonds communs de placement et 94 fonds négociés en bourse. En 2020, les actifs ESG gérés par les sociétés d'investissement enregistrées ont totalisé 3,10 billions de dollars, un chiffre en hausse de 19 % par rapport aux 2,61 billions de dollars comptabilisés en 2018. En ce qui concerne les fonds d'investissement alternatifs qui prennent en compte les facteurs ESG, US SIF dénombre 905 fonds en 2020 contre 780 en 2018 ; cela inclut, les fonds de capital-investissement et de capital-risque, les fonds de placement immobilier ou encore les fonds spéculatifs.

Très récemment, afin de favoriser pour une meilleure compréhension de ce que signifie réellement l'inclusion des facteurs ESG dans un investissement, Armstrong (2020) a défini chaque terme par sa propre définition. Tout d'abord, selon lui, le facteur environnemental porte une attention particulière à ce qui a trait à la biodiversité, aux ressources énergétiques, à l'émission de dioxyde de carbone, aux changements climatiques ou encore à la pollution. Ensuite, en ce qui concerne le facteur social, Armstrong met l'accent sur les droits de la personne, la culture d'entreprise, les conditions de travail, l'égalité des sexes, la santé et la sécurité, le commerce équitable, puis sur la diversité. Enfin, au sujet de la gouvernance, le chercheur se concentre sur ce qui concerne la conduite des affaires dans une société, entreprise ou organisme, notamment sur la protection des données, la corruption, la rémunération des dirigeants, la structure et l'indépendance du conseil, la responsabilité, le respect de la loi, ou encore la gestion des risques.

Par conséquent, l'intégration et la prise en compte des facteurs ESG constituent un moyen d'améliorer les conditions de vie, et de respecter et de valoriser les droits humains. Les

¹⁰ US SIF : Le forum for Sustainable and Responsible Investment est une association de membres basée aux États Unis située à Washington, DC qui fait progresser l'investissement durable dans toutes les classes d'actifs.

investisseurs cherchent davantage à investir des entreprises dont le souci principal est d'influencer positivement leur communauté. En examinant les caractéristiques des personnes qui investissent dans les fonds à responsabilité sociale, Nilsson (2008) conclut qu'il existe trois types d'investisseurs : le premier veut participer à la protection de son environnement, le deuxième s'intéresse aux fonds ISR pour le rendement supérieur que peut apporter ce genre d'investissement, et le troisième investisseur cherche à réaliser du profit et à impacter sa collectivité.

2.4.1 Définition et principes

Les critères ESG deviennent de plus en plus importants dans la littérature financière. En effet, à la demande des investisseurs, les gestionnaires de fonds s'assurent d'intégrer ces derniers dans leurs portefeuilles. Pour l'investisseur, l'investissement va au-delà de la quête du rendement. Ainsi, son objectif principal est de protéger l'environnement et, protéger les droits de l'homme et de lutter contre la mauvaise gouvernance. Ainsi, le Forum européen d'investissement durable¹¹ (2014) définit les facteurs ESG comme la prise en compte des fonds ESG par les gérants de risques dans l'analyse financière traditionnelle et les décisions d'investissement, en se basant sur un processus systématique et une recherche appropriée.

En 2020, 592 fonds communs de placement et fonds négociés en bourse qui représentent un actif de 465 milliards de dollars (figures 2.2) et (2.3), sont considérés comme un investissement durable ou comme des critères ESG d'investissement d'impact. Cela représente une forte augmentation par rapport à la fin de l'année 2019 : 511 fonds ont été comptabilisés pour un actif de 321 milliards de dollars ; cela reflète l'intérêt croissant des investisseurs pour ces fonds¹². Ainsi, sur les 592 fonds dénombrés à la fin de l'année 2020, 233 fonds, avec des actifs de 167 milliards de dollars, entrent sous la catégorie des ESG, 56 fonds, avec des actifs de 28 milliards de dollars, sont axés sur l'environnement ; 144 fonds, avec des actifs de 119 milliards de dollars, concernent

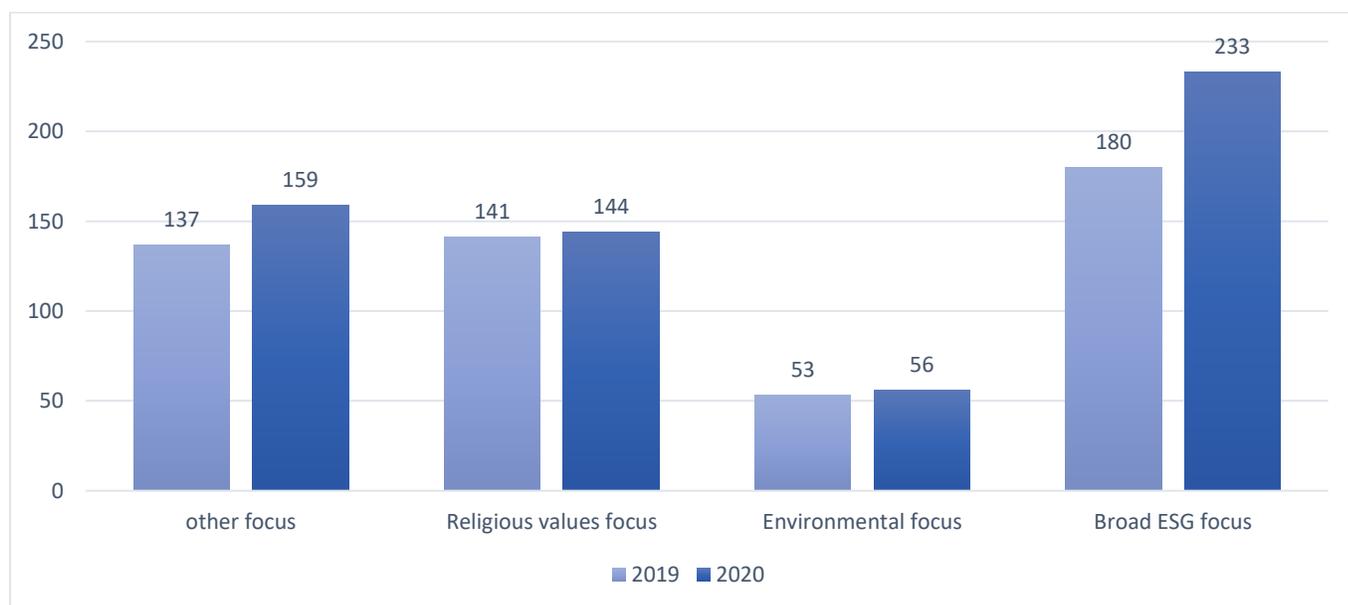
¹¹ Eurosif: European Sustainable Investment Forum dit en français Forum Européen d'Investissement Durable est un réseau qui a comme objectif de promouvoir l'intégration de critères éthiques dans la gestion financière des entreprises européennes.

¹² Investment Company Fact Book 2021

les valeurs religieuses ; et 159 fonds, avec des actifs de 152 milliards de dollars, rentrent dans la catégorie other focus (autre préoccupation d'investissement durable).

Cela nous montre également que les facteurs ESG sont particulièrement utilisés par les investisseurs et gestionnaires de fonds dans les stratégies d'investissement. Avramov, Lioui, Cheng et Tarelli (2021) ont confirmé récemment que, depuis le lancement des Principes des Nations Unies pour l'investissement responsable (PRI)¹³ en 2006, le nombre de signataires est passé de 734 en 2010 à 1384 en 2015 et à 3038 en 2020, avec un total d'actifs sous gestion qui est passé de 21 000 milliards de dollars en 2010 à 59 000 milliards en 2015 puis à 103 000 milliards en 2020.

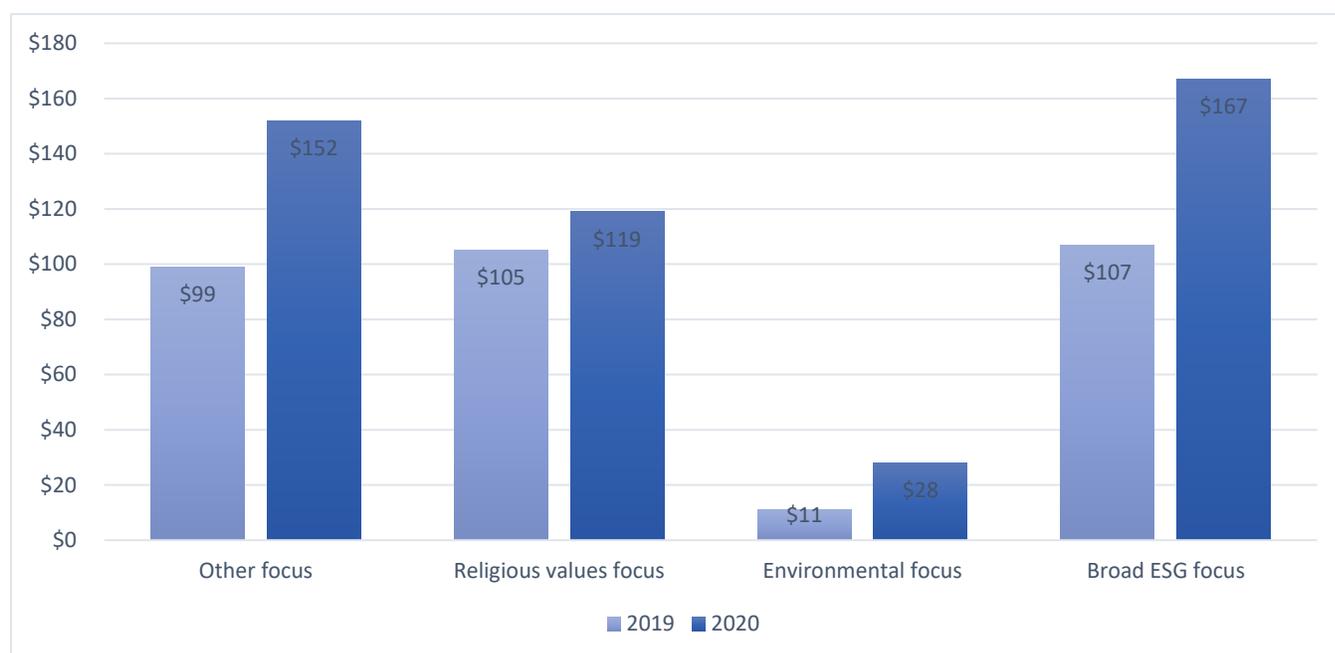
Figure 2.2 : Nombre de fonds investissant selon les critères ESG de l'année 2019 et 2020



Source: *Investment Company Book 2021*

¹³ PRI: C'est une initiative lancée par des investisseurs en partenariats avec l'initiative financière du programme des nations unies pour l'environnement et le pacte mondial des nations unies. Ils Définissent ainsi l'investissement responsable comme une stratégie et une pratique intégrant toute questions environnementaux, sociaux et de gouvernance dans une stratégie d'investissement.

Figure 2.3: Total des Actifs net qui incorporent les critères ESG dans leur investissement



Les figures (2.2) et (2.3) selon Investment Company Book 2021 représentent relativement des fonds classés en fonction de leur principale stratégie d'investissement.

Source: Investment Company book 2021

2.4.2 Évolutions et tendances actuelles des facteurs ESG dans l'industrie des fonds mutuels

Selon le rapport de *l'US Sustainable and Impact Investing Trends (US SIF Trends Report)* (2020), le marché de l'investissement social responsable aux États-Unis, qui comprend les facteurs économiques, sociaux et gouvernementaux est passé de douze milliards de dollars au début de l'année 2018 à 17,1 milliards de dollars d'actifs sous gestion en 2020, ce qui représente une augmentation de 42 %. Cela concerne 33 % des 51,4 milliards de dollars d'actifs américains qui sont placés sous gestion professionnelle. De plus, sur 16,6 milliards de dollars d'actifs domiciliés aux États-Unis au début de l'année 2020, 530 investisseurs institutionnels, 384 gestionnaires de fonds et 1204 institutions d'investissement communautaires ont sélectionné ou analysé leurs

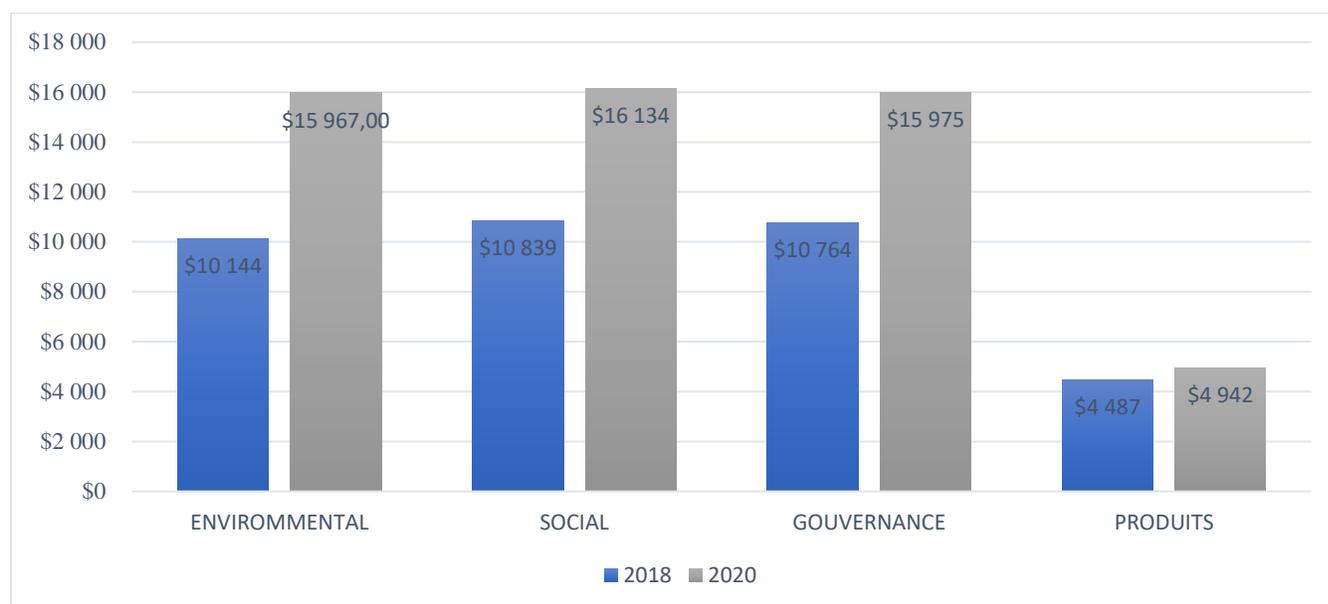
portefeuilles selon les différents critères ESG. En 2019, l'entreprise de gestion d'actifs Morningstar a indiqué qu'elle prenait en charge près de 4 000 fonds mutuels avec un label ESG.

En ce qui concerne l'Incorporation des facteurs ESG par les gestionnaires de fonds, l'*US SIF Trends Report*¹⁴ (2020) a également révélé que les investisseurs individuels gèrent 4,6 billions de dollars, contre 12,9 billions pour les investisseurs institutionnels. Les sociétés d'investissements enregistrées comme les fonds mutuels, les Exchange Traded Funds (fonds indiciels cotés en bourse en français) (ETF) ou encore les fonds à capital fixe gèrent 3,1 billions d'actifs, soit 19% des actifs existants. Les véhicules de placement alternatif tels que le capital investissement, les fonds de capital ou de couverture et les fonds immobiliers représentent 716 billions d'actifs, soit 4 % du volume total. Les institutions d'investissement communautaires gèrent 266 billions en actifs et les fonds mélangés prennent en charge 985 billions en actifs ESG des gestionnaires monétaires. Enfin, 11,5 billions d'actifs soit 69 % d'entre eux, concernent les véhicules de placement non divulgués. Durant la période allant de 2018 à 2020, les gestionnaires de fonds ont incorporé uniformément les critères ESG dans leurs investissements de manière uniforme (voir figure 2.4).

L'intégration des critères ESG dans l'industrie des fonds mutuels continue de gagner en importance et ne cesse de susciter des débats sur les marchés financiers. De plus en plus d'investisseurs intègrent les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leurs décisions d'investissement. De plus, pour satisfaire leur clientèle, les gestionnaires de portefeuilles s'efforcent de suivre à la lettre les recommandations des investisseurs.

¹⁴ Le rapport de US Sustainable and Impact Investing Trends (US SIF Trends Report): fournit des études de marché en identifiant et en documentant les thèmes et les développements ESG qui intéressent les investisseurs.

Figure 2.4: Catégories ESG intégrées par les gestionnaires de fonds de 2018 à 2020



Le graphique montre la tendance d'investissement sur les facteurs ESG de l'année 2018 à 2020

Source : US SIF Fondation

3 Revue de la littérature

Dans cette section nous présentons d'abord la performance des fonds mutuels, avant de discuter de la performance des fonds mutuels ESG. Ensuite, nous évoquons la performance des titres IPO pour terminer par l'analyse de la performance des fonds mutuels IPO.

3.1 La performance des fonds mutuels

Pour mesurer la performance d'un portefeuille, les praticiens et académiciens font appel à une performance de mesure qui compare naturellement les rendements des portefeuilles aux rendements d'un portefeuille de référence. Cette mesure est dite de Jensen, et se base principalement sur le risque systématique ; elle représente l'excédent de rentabilité d'un fonds mutuel. En effet, Jensen (1969) est contre l'idée qu'une bonne performance ultérieure faite suite à

une bonne performance passée. Cependant, bien que cette mesure soit très utilisée au sein des études universitaires, elle fait l'objet de nombreuses critiques, et des études s'opposent régulièrement à sa perception de la mesure de performance.

Selon les considérations de Carhart (1997), les rendements des fonds communs de placement d'actions américaines au cours de l'année écoulée prédisent positivement leur valeur brute. Sur la base de ces résultats, un investisseur peut ainsi croire qu'il peut obtenir des rendements plus élevés en achetant des actions qui ont tendance à surperformer. De plus, Carhart (1992) parvient également à démontrer que la persistance des ratios de frais explique en majorité la persistance à long terme du rendement des fonds communs de placement.

La littérature existante sur la performance des fonds mutuels américains (Hendricks, Patel, et Zeckhauser (1993), Goetzmann, Ibbotson et Roger (1994), Goetzmann et Brown (1995) et Wermers (1997)) documente des rendements positifs lorsque l'investissement est de court terme. Ainsi, selon les chercheurs cités, les rendements obtenus par les fonds mutuels s'avèrent bénéfiques lorsque l'investissement est réalisé à court terme. Ils expliquent ces résultats par le phénomène des hot hands ¹⁵ qui suggère qu'après une série de succès, l'investisseur n'est plus susceptible de bénéficier d'un succès continu. Dans le même ordre d'idée, Jegadeesh et Titman (1993) en suivent le même raisonnement lié au phénomène des hot hands dans le rendement des fonds communs de placement. Ils examinent une diversité de stratégies de l'effet Momentum et concluent que les tactiques d'achat d'actions avec des rendements élevés au cours des trois à douze derniers mois, et la vente d'actions avec des rendements faibles au cours de la même période, génèrent des bénéfices d'environ 1 % l'année suivante. Par la suite, des études empiriques (Grinblatt et Titman (1992), Elton, Gruber, Das, et Hlavka (1993), Elton, Gruber, Das, et Blake (1993)) ont également confirmé aussi des bénéfices positifs des fonds mutuels lorsque l'investissement est réalisé à long terme (sur une période allant de cinq à dix ans). Les chercheurs en ont déduit que ce rendement favorable est dû à la capacité à sélectionner de bons titres, et à l'information financière qu'obtiennent les gestionnaires de fonds sur les marchés financiers.

¹⁵ "Hot Hands" : désigne en finance, lorsqu'un individu croit qu'une performance passée réussie peut être utilisé pour prédire la réussite future.

Enfin, les études de Fama French (1993), qui visaient à analyser et à comprendre l'évaluation de la performance des fonds mutuels, proposent un modèle multifactoriel qui inclut tout d'abord un proxy de marché pondéré en fonction de la valeur, puis un facteur pour contrôler la prime de risque associée aux actions de grandes entreprises, et finalement une variable qui représente le stock de valeur, contrairement à la prime de croissance.

3.2 La performance des fonds mutuels ESG

L'investissement responsable, qui inclut les facteurs ESG, est très fréquemment pris en compte par les gestionnaires de fonds dans leurs placements. En effet, l'approche d'intégration des critères ESG permet à l'investisseur de choisir un portefeuille qui exerce une influence sur les facteurs ESG. Ce type d'investissement prend la forme d'un engagement ou d'un activisme actionnarial, imposant ainsi aux investisseurs de respecter ce qui concerne la protection de la nature, des droits humains et la bonne gouvernance. Toutefois, il convient de se demander s'il est réellement possible d'allier protection de l'environnement et performance financière. De nombreuses études se sont penchées sur cette question de recherche, et ont apporté des résultats différents.

Tout d'abord, Hamilton et al. (1993) propose trois hypothèses alternatives en ce qui concerne la performance de l'ISR. Premièrement, il considère que l'investissement responsable ne doit pas avoir d'impact sur la performance des fonds, car il présume que la responsabilité sociale n'a pas de prix sur le marché. Deuxièmement, il stipule que les fonds à investissement responsable sous-performent en raison du nombre de choix d'actions à investir. Selon lui, le manque de choix d'actions à investissement durable a un impact considérable sur la performance d'un fond. Pour cette raison, dans sa théorie du portefeuille, Markowitz (1959) affirme qu'une optimisation illimitée est préférable à une optimisation limitée. Enfin, les fonds ISR doivent surperformer par rapport aux fonds conventionnels, car les marchés n'évaluent pas la responsabilité sociale de manière adéquate. Les recherches réalisées (Fombrun et Shanley (1990), Brekke et Nyborg (2005), Fisman, Heal et Nair (2006)) stipulent que ce manque d'évaluation survient dans la mesure où les

gestionnaires de fonds ou les investisseurs sous-estiment les revenus que peuvent apporter les fonds ISR ou tout simplement qu'ils surestiment leurs coûts.

L'une des études ESG les plus connues sur la performance des fonds mutuels est celle de Friede et al. (2015), qui a pris en compte plus de 3 700 résultats empiriques de différentes études. Cette recherche conclut qu'environ 90 % des cas montrent une relation majoritairement positive ou neutre entre les critères ESG et la performance financière. Ainsi, plusieurs autres études (Santomil, González, Domingues et Reboredo (2019), Moskowitz (1972), Derwall, Koedijk, et Ter Horst (2011), Kempf et Osthoff, (2007), Kurtz et DiBartolomeo (1996), Guerard (1997), Goldreyer et Dilt (1999), Statman (2000), Bauer et Koedijk (2005), Schroder (2007), Staman et Glushkov (2008), Revelli et Viviani (2015)) parviennent également à prouver que l'intégration des facteurs ESG dans les portefeuilles d'investissement entraîne un impact positif ou non significatif sur le bénéfice d'un investissement. Ainsi, le rendement d'un investissement avec inclusion des critères ESG a un impact favorable sur la performance d'un fond. Ces chercheurs stipulent également une forte corrélation entre la performance d'un fond et l'investissement socialement responsable. D'autres recherches (Geczy, Stambaugh et Levin (2005), Brammer, Brooks et Pavelin, (2006), Renneboog, Ter Horst, et Zhang (2008), Hong et Kacperczyk (2009), Ghoul et Karoui (2015)) attirent également notre attention : elles montrent que ces critères ont tendance à rapporter des rendements négatifs, voire médiocres par rapport aux fonds traditionnels. Ainsi, pour expliquer cette tendance de rendement faible, Eccles, Ioannou et Serafeim (2012) considèrent que le portefeuille d'une entreprise adoptant les critères ESG dans ses stratégies d'investissement pendant un certain nombre d'années est enclin à une volatilité plus faible (avec des taux respectifs de 1,43 % et 1,72 % sur une valeur pondérée et base équipondérée) qu'un portefeuille non ESG (respectivement 1,72 % et 1,79 %). Dans la même mesure, Stanley (2015) remarque que les fonds mutuels durables obtiennent des rendements moyens égaux ou supérieurs et une volatilité médiane égale ou inférieure pour 64 % des périodes examinées au cours des sept dernières années par rapport aux fonds traditionnels. Enfin, dans un autre contexte d'étude, Dolvin, Fulkerson et Krukover (2019) ainsi que Steen, Moussawi et Gjolberg (2020) étudient la relation entre les métriques de durabilité de Morningstar et les fonds communs de placement. Ces chercheurs en concluent que les fonds à faibles scores apportent un peu plus de rendements que les fonds à scores élevés ou moyens.

Ambec et Lanoie (2008), présentent sept arguments sur la manière dont les entreprises qui possèdent de bons dossiers environnementaux peuvent augmenter leurs revenus ou réduire leurs coûts. De manière plus spécifique, leurs revenus peuvent augmenter grâce à trois sources différentes : un meilleur accès à certains marchés, une différenciation des produits, et la vente de technologie de contrôle de la pollution. En parallèle, une meilleure performance environnementale est censée produire des réductions de coûts à travers quatre axes : la gestion des risques et les relations avec les parties prenantes externes, les frais de matériel, l'énergie et les services, coût du capital ; et le coût de la main-d'œuvre.

3.3 La performance des titres IPO

Batani, Asghari (2014) définit une introduction en bourse (IPOs) comme une entreprise qui au cours de sa carrière décide d'offrir ses actions au public pour la première fois. Pour les investisseurs une offre publique initiale est une opportunité d'exposition sur les marchés financiers. Dans ce sens, la performance des titres IPOs est un débat qui ne cesse de se renouveler. En effet, plusieurs études montrent que la sous-évaluation des IPO est un sujet récurrent sur l'ensemble des marchés boursiers, bien qu'elle puisse varier d'un marché à l'autre.

Ainsi, il existe de nombreuses études qui portent sur les marchés boursiers du monde entier (Ibbotson (1975), Tinic (1988), Ritter (1984), Keasey et Short (1992), Levis (1993), Peavy (1990), Jog et Riding (2018), Kazantzis et Levis (1995), Aggarwal, Leal et Hernandez (1993), Jog et Srivastava (1994), Kunz et Aggarwal (1994), Lee, Taylor et Walter (1996), Krinsky et Lee, (1995) et Dawson (1987)) qui analysent principalement la sous-évaluation des introductions en bourse. En effet, la performance des IPO est un sujet particulièrement populaire ; cette dernière est étudiée à la fois sur les marchés boursiers des pays développés et des pays en développement. Les résultats de recherche des études existantes sur les introductions en bourse montrent que la sous-évaluation est un problème qui existe à l'échelle mondiale. Cela pousse certains chercheurs tels que Loughan et Ritter (1995), Ritter et Welch (2002), Alvarez et Gonzalez (2005), Loughran, Ritter et Rydqvist (2010), à penser que le fait d'investir dans les IPO équivaut à un investissement pauvre, car les IPO ont une tendance à sous-performer l'indice du marché. Dans la même lignée,

plusieurs études (Drobetz, Kammerman et Wälchli (2005), Gounopoulos, Nounis et Stylianides (2008), Govindaamy (2010) et Santos (2011)) confirment que les sociétés introduites en bourse ont tendance à sous-performer dans un délai allant de trois à cinq ans après une introduction en bourse. Liu (2009) définit également cette sous-performance à long terme des IPO comme le rendement moyen négatif sur une longue période après l'émission. D'autre part, Yuhong (2010), affirme qu'une sous-performance à long terme signifie que « par rapport à d'autres sociétés, les investisseurs semblent être perdants en continuant d'investir dans les titres d'une société récemment entrée en bourse ».

Cependant, d'autres travaux empiriques, menés par Fama (1998), Sale et Mashal (2008), Espenlaub et al. (2000) tentent de comprendre et de justifier cette sous-performance. Leur conclusion générale est que la méthodologie utilisée pour estimer les performances anormales impacte leur sous-performance. Ainsi, les méthodes d'estimation de performance sont des éléments cruciaux lorsqu'il est question de déterminer la performance des IPO. De même, Ritter (1991), Thomadakis, Nounis et Gounopoulos (2012) accordent une grande importance à la période d'investissement, et considèrent que la période de marché au cours de laquelle l'introduction en bourse est émise a une influence significative sur sa performance sur le long terme.

Il apparaît clairement que les IPO ont la réputation de bien performer lors de leur première entrée sur le marché boursier, mais, que, malheureusement, elles déclinent très rapidement par la suite. Il est très rare de voir le prix de l'action augmenter lorsqu'une entreprise rentre en bourse. Prenons l'exemple de l'action de Facebook, qui a été rendue publique à 38 \$ et qui a décliné à 18 \$ après quelques mois sur le marché. Dans ce cas, la meilleure stratégie à adopter était d'éviter de les acheter dès le premier jour de leur entrée en bourse, pour en bénéficier ensuite à prix compétitif.

3.4 La performance des fonds mutuels IPO

Quelques études s'intéressent à la performance des fonds mutuels qui investissent dans les introductions en bourse (IPO).

Dans leurs travaux de recherches, Hwang, Titman et Wang (2018), Chevalier et Ellison (1999) affirment que les gestionnaires de fonds mutuels diplômés d'écoles d'élites obtiennent de meilleurs résultats en matière de rendements que ceux qui n'ont pas eu la chance de fréquenter une école de renommée. Ainsi, il existe une forte causalité entre les résultats de performance d'un portefeuille et les compétences et les expériences de leurs gestionnaires. Selon Hwang, Titman et Wang (2018), cette meilleure performance est due aux relations qu'ils entretiennent avec les souscripteurs qui facilitent les allocations aux offres publiques initiales (IPO) sous-évaluées. Ils en déduisent également que les fonds ne surperforment qu'au cours des mois où des souscripteurs émettent des introductions en bourse qui permettent ainsi de générer des rendements anormaux importants, pouvant atteindre 4,08 % par an sur les marchés. De même, Cohen, Frazzini, et Malloy (2008) démontrent que les gestionnaires de fonds communs de placement choisissent d'investir leurs portefeuilles dans des entreprises desquelles ils sont relativement familiers, et auxquelles ils sont connectés par le biais de leur l'école. De ce fait, ces fonds surperforment significativement par rapport à leurs homologues non connectés. Cohen, Frazzini et Malloy (2010) rejoignent une fois de plus cette idée et constatent que les analystes surperforment avec plus de 6,60 % par an sur les recommandations de leurs actions lorsqu'ils ont un lien pédagogique avec l'entreprise, ainsi qu'une parfaite connaissance des antécédents financiers de cette dernière.

D'autres études, menées par Wang, Chang et Gau (1992), ont tenté de mesurer la performance des IPO en utilisant un échantillon de données portant sur les introductions en bourse de fonds de placement immobilier sur la période allant de 1971 à 1988. Ces chercheurs ont trouvé des rendements initiaux négatifs, dus à la surévaluation des fonds de placement immobilier. Ils remarquent également que ces fonds sous-performent 120 jours après leur entrée en bourse. En revanche, Ling et Ryngaert (1997), avec un échantillon de 85 actions (IPO) de fonds de placement immobilier émis entre 1990 et 1994, observent des rendements initiaux positifs, indiquant ainsi une sous-évaluation initiale. Ils en déduisent alors que les introductions en bourse de fonds de placement immobilier surperforment les fonds de placement immobilier traditionnels durant les 100 premiers jours après leur sortie. Il convient également de noter que l'année d'introduction en bourse joue un rôle significatif sur la manière dont ces fonds performant. Buttimer, Hyland et Sanders (2001) examinent les rendements à long terme des fonds de placement immobiliers (FPI)

conventionnels et les introductions en bourse des fonds de placement immobilier. Ainsi, avec un échantillon des fonds de placement immobiliers de capitaux propres et hypothécaires émis entre 1980 et 1999, ils soulignent l'absence de rendement à long terme des FPI (IPO) avant 1990, mais constatent d'importants rendements positifs à long terme des FPI au milieu des années 1990.

4 Objectif et hypothèses de recherche

Dans cette section, nous évoquons l'objectif de cette étude puis nous tenterons d'en tirer des hypothèses.

4.1 Objectif

L'objectif de ce travail de recherche est d'étudier l'effet des facteurs ESG sur la performance des fonds mutuels plus spécifiquement dans l'introduction en bourse. En d'autres termes, notre étude vise à apporter une réponse à la question de l'intégration des critères ESG dans un portefeuille d'actif de fonds IPO, afin de déterminer si elle apporte ou non de la valeur ajoutée.

Cela représente aussi une occasion de comprendre l'importance réelle des facteurs ESG dans les pratiques financières, tout en analysant les réactions du marché des introductions en bourse des sociétés afin d'en mesurer la performance.

Ce mémoire peut fournir des preuves empiriques concernant la perception du marché financier lorsque les critères ESG sont inclus dans un investissement. Cela permettrait d'établir si les facteurs ESG jouent ou non un rôle de performance sur les fonds mutuels IPO. Cette étude constitue également une contribution au fait d'encourager les entreprises à adopter les normes ESG en les intégrant à leurs activités et à leurs investissements financiers.

4.2 Hypothèse de la recherche

Notre mémoire a pour objectif de vérifier la robustesse des résultats de l'impact des facteurs ESG sur la performance des fonds mutuels spécifiquement IPOS. Nous étudions alors l'impact des facteurs ESG sur les résultats de la mesure des fonds IPOS. Toutefois, avant de formuler nos hypothèses de recherche, nous rappelons abord notre question de recherche :

Est-ce que l'intégration des facteurs ESG a un impact sur la performance des fonds mutuels IPOS ?

Afin de répondre à cette question, nous posons deux hypothèses de recherche:

H0 : L'utilisation des facteurs ESG n'affecte pas la performance des fonds mutuels IPOS.

H1 : l'intégration des critères ESG affecte significativement les résultats de la mesure de la performance des fonds mutuels IPOS.

5 Méthodologie et données

Nous consacrons la présente section à introduire les mesures de performance à savoir le modèle de Fama et French et le modèle de Carhart. Ensuite, nous présentons les sources et la nature des données utilisées dans ce travail d'étude, de même que le traitement de données. Enfin, pour terminer nous ferons une analyse détaillée et descriptive des données.

5.1 Les mesures de performances

Dans ce mémoire, nous utilisons principalement deux méthodes d'ajustement pour estimer et mesurer le risque de notre portefeuille. Nous discutons du bien-fondé de ces modèles en discernant des avantages et des inconvénients. Nous abordons ainsi la mesure de performance à 3 facteurs de Fama et french (1993) puis celle à 4 facteurs de Carhart (1997).

5.1.1 Le modèle de Fama et French

Le modèle Fama et French (1992, 1993), propose un modèle à trois facteurs qui corrige les faiblesses du modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF. Il propose ainsi un modèle réunissant trois facteurs comme approximations du risque : le marché, la taille et les facteurs de valeurs. Ce modèle montre également que le bêta a peu ou pas la capacité d'expliquer la variation des capitaux propres rendements, mais que les variables telles que la taille et la valeur comptable des capitaux propres sont en mesure de justifier cette dernière. Le modèle à trois facteurs de Fama French est l'un des modèles les plus connus parmi les modèles à facteurs, car il analyse les relations entre les facteurs de risque et les rendements attendus dans un investissement.

L'équation du modèle à trois facteurs de Fama et French peut s'écrire de cette façon :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + b_1[R_{Mt} - R_{ft}] + b_2SMB_t + b_3HML_t + e_{it}$$

$R_{it} - R_{ft}$: est le Rendement excédentaire du portefeuille d'entreprise observée par rapport au rendement sans risque R_{ft} .

R_{Mt} : désigne la rentabilité du portefeuille de marché

SMB_t : est la rentabilité du portefeuille basé sur la différence entre la rentabilité des titres de petite capitalisation boursière et la rentabilité des titres de capitalisation boursière importante (SMB, Small minus big).

HML_t : est la rentabilité du portefeuille basé sur la différence entre la rentabilité des titres avec un ratio valeur comptable sur valeur de marché élevé et la rentabilité des titres avec un ratio valeur comptable sur valeur de marché faible (HML, high minus low).

b_1, b_2, b_3 sont les Coefficients des primes de risque $R_{it} - R_{ft}$, SMB_t et HML_t

5.1.2 Le modèle de Carhart

Le modèle Carhart (1997) est une expansion du rendement du risque de Fama et French. Ce modèle nous propose un facteur de dynamique des prix comme quatrième facteur de risque systématique. En plus d'introduire les facteurs de taille, du marché et des facteurs de valeurs, l'effet de Momentum (MOM) est surtout pris en compte dans l'analyse des rendements. Le facteur de Momentum consiste à investir régulièrement sur les fonds qui performant beaucoup mieux sur le marché dans le but d'obtenir des rendements positifs. Son équation est donnée comme suit :

$$R_{jt} - r_{ft} = \alpha_j + \beta_{j1} (r_{mt} - r_{ft}) + \beta_{j2} (SMB_t) + \beta_{j4} MOM_t + \varepsilon_{jt}$$

Où (MOM) est le rendement moyen des titres avec la meilleure performance de rendement au cours de l'année écoulée moins le rendement moyen des titres avec de mauvais rendements.

5.2 Les données

Cette section présente la source et le traitement des données que nous utilisons dans le contexte de cette étude. Similaire à l'approche de Dolvin, Fulkerson et Krukover (2019) ou encore de Steen, Moussawi et Gjolberg (2020), nous nous basons sur les données mensuelles des fonds mutuels activement gérés et des métriques de durabilité de Morningstar pour mesurer ainsi la performance des fonds IPO et non IPO. Nous résumons ensuite une analyse descriptive des données.

5.2.1 Source et traitement de données

Nous utilisons les données de la base de données « Morningstar Direct »¹⁶ pour les analyses de cette étude. Nous utilisons les rendements mensuels des fonds mutuels d'actions américaines grâce à son évolution constante sur le marché financier. L'étude couvre la période allant de 1984 jusqu'à 2018¹⁷.

Les fonds mutuels activement gérés sont priorisés dans cette étude, ainsi les fonds indiciels sont exclus pour nous focaliser uniquement sur les fonds qui ont, en moyenne, entre 80% et 105% d'actions ordinaires. Afin de prendre en considération les différents biais documentés dans la base de données des fonds mutuels, certains nombres de biais sont exclus notamment le biais sélection et de survivance et celui du « Backfilling » et d'incubation. Dans ce sens, pour une meilleure élaboration de nos données, nous nous référons aux études d'Elton, Gruber et Blake (2001) et Fama et French (2010) en procédant l'échantillon d'étude à partir de de l'année 1984.

Premièrement, le biais du « backfilling » et d'incubation consiste à prendre en compte les fonds non identifiés dans la base de données en commençant par sa date d'apparition et non sa date d'entrée sur la base de données Morningstar. Ainsi, en suivant les études d'Elton, Gruber et Blake (2001), Kacperczyk, Sialm et Zheng (2008) ainsi qu'Evans (2010), nous mettons de côté tout fonds qui n'évoquent pas sa date d'apparition, sa date d'organisation et les fonds sans nom.

¹⁶ Morningstar: est une plate-forme logicielle payante qui présente des données et des analyses dans le but d'aider les gestionnaires de placements professionnels à créer de nouveaux portefeuilles. L'accès à cette plateforme est accessible par le biais de la directrice de recherche. Les données ainsi que les étapes pour obtenir l'échantillon des fonds mutuels IPO et des fonds conventionnels sont élaborés et également fournis par la directrice de recherche.

¹⁷ Les données de cette étude sont disponibles jusqu'en 2018 et la base de données a été fournie par la directrice de recherche.

Deuxièmement, nous identifions le biais de sélection et de survivance qui selon la logique des études de Elton, Gruber et Blake (2001) et Fama et French (2010) élimine le biais d'autosélection dû au fait que l'échantillon débute en 1984. Le biais de survivance se présente ainsi quand les fonds sont liquidés et leurs rendements absents dans la base de données de Morningstar.

L'échantillon de cette étude constitue 374 fonds, dont 231 IPO et 143 non IPO ¹⁸. Nous utilisons les rendements mensuels, le total d'actifs nets et les chiffres d'affaires pour la période de janvier 1984 à décembre 2018. La base de données « Morningstar direct » inclut notamment les notations ESG des fonds intégrant les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Les trois variables ESG de Morningstar présentes dans cet échantillon sont : la cote de durabilité de Morningstar, le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille et le score de durabilité de l'entreprise du portefeuille. De plus, nous mettons en avant quatre types de scores (Faible, moyen, au-dessus de la moyenne et élevée) que nous prendrons en compte dans l'analyse de la mesure de performance des fonds.

5.2.2 Analyse descriptive des données

Le tableau 1 montre les statistiques descriptives de rendement de notre échantillon composé de fonds IPOs et des fonds Conventionnels. Dans les fonds IPOs, les rendements mensuels moyens de notre échantillon ont une moyenne de 0.845% et un écart-type de 0.296%. Les moyennes de rendements varient de -5,564% à 3,045% alors que les écarts-types varient de 0,206% à 17,234%. Pour les fonds Conventionnels, nous constatons que les rendements mensuels moyens sont de 0,765% avec un écart-type de 0,252%. La variance des rendements moyens est de -4,645% à 2,987% avec un écart type de 0,253% à 17,789%. Nous en déduisons que les fonds IPO

¹⁸ En se basant sur les études de Mallin et al. (1995) and Bauer et al. (2005), l'obtention de l'échantillon des fonds conventionnels se base sur des critères de la taille et de l'âge des fonds. Ces échantillons sont donnés par la directrice de recherche.

étant plus récents sur le marché financier ont tendance à fluctuer davantage par rapport aux fonds traditionnels.

Tableau 1 : Statistiques sommaires des rendements des fonds IPO versus les fonds Non-IPO

Note : Le tableau 1 montre les statistiques sommaires des rendements des fonds IPO et Non IPO. Il présente la moyenne, l'écart-type, le maximum (Max), le minimum (Min), ainsi que les percentiles de distributions sur la moyenne, l'écart-type. Les données sont prises de Morningstar Direct pour la période entre 1984 et 2018. Les chiffres sont en pourcentage.

	Moyenne			Écart-Type				Min		Max		Sharpe Ratio
	Fonds IPO	Fonds Non-IPO	Test diff.	Fonds IPO	Fonds Non-IPO	Test diff.	Fonds IPO	Fonds Non-IPO	Fonds IPO	Fonds Non-IPO		
Moyenne	0,845	0,765	0,969	5,987	4,832	0,818	-20,034	-19,786	17,234	15,987	0,813	
Écart-Type	0,296	0,252	0,995	1,432	1,323	0,857	6,876	5,876	8,987	8,034	0,764	
Max	3,045	2,987	0,995	17,234	17,789	0,850	0,029	0,012	91,234	90,654	0,796	
99%	1,634	1,546	0,962	12,324	11,654	0,744	-5,765	-5,067	51,789	40,786	0,728	
95%	1,338	1,253	0,928	10,253	9,043	0,719	-11,345	-10,768	37,876	33,876	0,691	
90%	1,146	1,165	0,877	9,064	8,076	0,761	-14,765	-12,987	30,865	27,567	0,679	
75%	0,995	0,95	0,753	7,143	6,765	0,804	-15,987	-16,478	17,123	16,345	0,773	
Median	0,789	0,657	0,728	6,065	5,915	0,815	-18,765	-17,076	13,986	12,876	0,789	
25%	0,677	0,574	0,828	5,745	5,076	0,805	-25,876	-24,435	11,987	9,987	0,863	
10%	0,487	0,353	0,927	4,243	4,123	0,823	-29,345	-27,908	10,897	9,032	0,7	
5%	0,302	0,254	0,967	3,765	3,543	0,914	-31,765	-30,987	9,867	8,654	0,653	
1%	1,102	0,154	0,986	1,787	1,675	0,956	-39,987	-37,087	6,887	5,506	0,646	
Min	-5,564	-4,645	0,715	0,203	0,235	0,804	-98,7,91	-90,987	0,564	0,476	0,609	

6 Résultats empiriques

Cette section présente les résultats empiriques de l'étude regroupant 374 fonds mutuels IPOs et Conventionnels pour la période de 1984 à 2018. L'échantillon est composé de 144 fonds IPOs et 230 Fonds traditionnels. Les trois variables ESG de Morningstar utilisée pour la mesure de la performance de ces fonds sont la cote de durabilité Morningstar, le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille et le score de durabilité de l'entreprise du portefeuille. Nous présentons également quatre types de scores (Faible, moyen, au-dessus de la moyenne et élevée) que nous considérons dans l'analyse de la performance des fonds. Ainsi des portefeuilles sont construits en fonction de ces scores dans le but de comparer l'impact des facteurs ESG sur le rendement d'un portefeuille d'investissement.

Les tableaux ci-dessous montrent ainsi les résultats des métriques de portefeuilles de Morningstar sur la performance des fonds IPOs versus Non IPOs sur les modèles Carhart et Fama French. Le facteur SMB est utilisé pour analyser et expliquer les rendements du portefeuille. Ce facteur montre également que les entreprises de petites tailles surperforment les entreprises de grande taille au fil du temps. Le facteur HML pour sa part, indique que les actions de valeur donnent plus de rendements positifs que les actions de croissance. Enfin, le facteur MOM se base sur le fait que les valeurs qui ont l'habitude de surperformer ont tendance à continuer dans cette lancée et que celles qui donnent une performance de rendements faible demeurent à la traîne.

Dans le tableau 2, nous constatons que les alphas des fonds IPO et conventionnels du modèle à trois facteurs montrent des alphas positifs. Pour la cote de durabilité Morningstar des fonds IPO nous avons un alpha de 0,2 % pour la cote faible, un alpha de 0,3 % pour la cote moyenne et 0,4 % pour la cote au-dessus de la moyenne, contre respectivement 0,1 %, 0,2 %, et 0,3 % pour les fonds conventionnels. En ce qui concerne le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille, l'Alpha estimé est de 0,4 % pour la cote faible des fonds IPO et 0,5% pour la cote élevée contre 0,3 % et 0,4 % pour les fonds conventionnels. Enfin l'Alpha du score de durabilité de l'entreprise du portefeuille s'élève à 0,4 % pour la cote faible et 0,6% pour le score élevé des fonds IPO contre respectivement 0,3 % et 0,5 % pour les fonds traditionnels. De plus nous remarquons que les portefeuilles à faible score ont tendance à avoir une part plus élevée de risque non systématique. En revanche, la prime HLM est plus faible, voire négative, dans les trois métriques de Morningstar.

Dans le Tableau 3, nous utilisons cette fois-ci le modèle de Carhart à quatre facteurs pour mesurer la performance des fonds IPO versus Conventionnels. Nous remarquons des résultats légèrement semblables au modèle de Fama french. Pour la cote de durabilité Morningstar des fonds IPO nous avons un alpha de 0,2 % pour la cote faible, un alpha de 0,4 % pour la cote moyenne et 0,5 % pour la cote au-dessus de la moyenne, contre respectivement 0,1 %, 0,3 %, et 0,4 % pour les fonds conventionnels. Pour ce qui est du score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille, l'Alpha estimé est de 0,4 % pour la cote faible des fonds IPO et 0,6 % pour la cote élevée contre 0,3 % et 0,4 % pour les fonds conventionnels. Enfin l'Alpha du score de durabilité

de l'entreprise du portefeuille s'élève à 0,5 % pour la cote faible et 0,1 % pour le score élevé des fonds IPO contre respectivement 0,4 % et 0,1 % pour les fonds traditionnels.

Les résultats indiquent que tous les alphas pour les 3 métriques des portefeuilles portent un signe positif, cependant aucun alpha n'est statistiquement significatif. On constate que les scores hauts des métriques pour l'Alpha sont positivement associés aux facteurs ESG, ce qui indique que ces fonds performant beaucoup mieux que les fonds à faibles et moyens scores. Quant à la prime SMB, on remarque que les portefeuilles à scores faibles donnent plus de performance par rapport aux autres scores. Ce résultat rejoint ainsi les recherches de Chatterjee (2018), Dolvin, Fulkerson, et Krukover (2019) qui démontrent dans leurs analyses que les fonds à faibles et moyens scores ont une tendance à surperformer les fonds à score élevés. De ce fait, les entreprises qui s'impliquent dans l'investissement durable montrent de meilleures performances et moins de risques associés. Inversement, le facteur HML est significatif et négativement associé aux facteurs ESG. En ce qui concerne l'effet de Momentum on trouve des résultats positifs dans l'ensemble.

Tableau 2 : Impact des facteurs ESG sur la performance les fonds IPO versus les fonds conventionnels en utilisant le modèle de Fama et French

Note : Ce tableau montre une comparaison des facteurs ESG sur la performance des fonds IPO versus les fonds Conventionnels en utilisant le modèle de Fama French. Les notes et métriques de Morningstar utilisés sont la cote de durabilité de Morningstar, le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille et le score de durabilité de l'entreprise du portefeuille. Nous présentons également quatre types de scores (Faible, moyen, au-dessus de la moyenne et élevée) avec leur R-carré, l'estimation et la statistique T.

		Panel A: Les Fonds IPO			
		Alpha	Market	SMB	HML
Score Morningstar					
Cote de Durabilité de Morningstar					
Faible	estimation	0.2	0.82	0.003	-0.002
	t-stat	1.03	-4.48	2.56	-1.59
	R2	0.51	0.67	0.7	0.63
Moyen	estimation	0.3	0.68	0.001	-0.003
	t-stat	1.43	-4.67	1.91	-3.41
	R2	0.67	0.53	0.55	0.44
Élevé	estimation	0.4	0.74	0.002	-0.003
	t-stat	1.13	-4.05	1.35	-2.43
	R2	0.77	0.72	0.67	0.71
Score d'Exposition du Portefeuille					
Faible (quintile)	Estimation	0.4	0.77	0.003	-0.002
	t-stat	2.56	-4.97	2.4	-1.41
	R2	0.56	0.66	0.71	0.68
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.5	0.82	0.002	-0.002
	t-stat	1.34	-4.13	1.33	-2.22
	R2	0.67	0.71	0.84	0.87
Score de Durabilité du Portefeuille					
Faible (Faible quintile)	estimation	0.4	0.73	0.003	-0.002
	t-stat	2.41	-4.69	1.65	-1.24
	R2	0.78	0.72	0.65	0.6
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.6	0.91	0.001	-0.003
	t-stat	1.21	-5.18	2.73	-3.5
	R2	0.86	0.75	0.71	0.69

Panel B: Les fonds conventionnels					
		Alpha	Market	SMB	HML
Score Morningstar					
Cote de Durabilité de Morningstar					
Faible	estimation	0.1	0.71	0.002	-0.001
	t-stat	0.98	-3.65	1.85	-2.24
	R2	0.49	0.53	0.66	0.53
Moyen	estimation	0.2	0.65	0.002	-0.002
	t-stat	0.87	-4.22	1.89	-2.55
	R2	0.52	0.51	0.49	0.41
Élevé	estimation	0.3	0.69	.0001	-0.002
	t-stat	1.13	-4.12	1.2	-2.11
	R2	0.63	0.68	0.53	0.69
Score d'Exposition du Portefeuille					
Faible (Bottom quintile)	estimation	0.3	0.63	0.002	-0.001
	t-stat	1.2	-4.32	1.67	-1.54
	R2	0.49	0.67	0.65	0.62
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.4	0.76	0.001	-0.001
	t-stat	1.28	-4.21	1.54	-2.13
	R2	0.53	0.66	0.75	0.81
Score de Durabilité du Portefeuille					
Faible (Bottom quintile)	estimation	0.3	0.61	0.003	-0.001
	t-stat	1.55	-3.87	2.5	-2.06
	R2	0.74	0.62	0.66	0.71
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.5	0.88	0.002	-0.002
	t-stat	1.65	-4.12	1.97	-3.11
	R2	0.82	0.67	0.59	0.76

Tableau 3 : Impact des facteurs ESG sur la performance les fonds IPO versus les fonds conventionnels en utilisant le modèle de Carhart.

Note : Ce tableau est le résultat de la régression des moindres Carrés des facteurs ESG sur la performance les fonds IPO versus les fonds conventionnels en utilisant le modèle de Carhart. Les variables de Morningstar utilisés sont la cote de durabilité de Morningstar, le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille et le score de durabilité de l'entreprise du portefeuille. Les scores Morningstar sont classés en fonction de faible, moyen, au-dessus de la moyenne, et élevés. De plus, pour chaque variable, la statistique T, le R-Carre et l'estimation sont calculés.

		Panel A: Les Fonds IPO				
		Alpha	Market	SMB	HML	MOM
Score Morningstar						
Cote de Durabilité de Morningstar						
Faible	estimation	0.2	0.79	0.005	-0.001	0.003
	t-stat	2.37	-3.97	2.39	-1.21	1.62
	R2	0.56	0.6	0.72	0.59	0.58
Moyen	estimation	0.4	0.68	0.001	-0.002	0.002
	t-stat	1.46	-4.88	2.34	-2.47	1.31
	R2	0.72	0.55	0.58	0.32	0.37
Élevé	estimation	0.5	0.83	0.004	-0.003	0.002
	t-stat	1.17	-4.56	1.11	-2.23	1.67
	R2	0.82	0.92	0.87	0.69	0.73
Score d'Exposition du Portefeuille						
Faible (Bottom quintile)	estimation	0.4	0.88	0.003	-0.003	0.004
	t-stat	2.11	-5.21	2.25	-2.22	2.78
	R2	0.72	0.76	0.86	0.75	0.67
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.6	0.91	0.002	-0.004	0.005
	t-stat	2.78	-4.98	1.23	-1.45	4.97
	R2	0.75	0.8	0.87	0.88	0.92
Score de Durabilité du Portefeuille						
Faible (Bottom quintile)	estimation	0.5	0.67	0.002	-0.002	0.001
	t-stat	1.87	-4.04	1.85	-3.03	1.37
	R2	0.77	0.71	0.69	0.58	0.67
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.1	0.97	0.001	-0.004	0.002
	t-stat	1.14	-5.64	2.81	-4.88	2.02

	R2	0.88	0.91	0.92	0.97	0.96
Panel B: Les fonds conventionnels						
		Alpha	Market	SMB	HML	MOM
Score Morningstar						
Cote de Durabilité de Morningstar						
Faible	estimation	0.1	0.69	0.003	-0.001	0.002
	t-stat	0.91	-3.3	1.53	-2.1	2.76
	R2	0.51	0.57	0.6	0.53	0.61
Moyen	estimation	0.3	0.62	0.001	-0.002	0.001
	t-stat	0.99	-4.01	1.78	-1.33	1.77
	R2	0.63	0.54	0.52	0.49	0.51
Élevé	estimation	0.4	0.78	.0.002	-0.001	0.002
	t-stat	2.65	-4.84	1.45	-2.06	2.21
	R2	0.75	0.86	0.79	0.71	0.72
Score d'Exposition du Portefeuille						
Faible (Bottom quintile)	estimation	0.3	0.73	0.003	-0.002	0.004
	t-stat	1.87	-3.56	1.99	-1.6	1.3
	R2	0.68	0.63	0.72	0.69	0.52
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.4	0.87	0.003	-0.003	0.005
	t-stat	1.43	-4.89	2.45	-2.97	2.41
	R2	0.61	0.78	0.83	0.85	0.96
Score de Durabilité du Portefeuille						
Faible (Bottom quintile)	estimation	0.4	0.68	0.001	-0.001	0.003
	t-stat	0.87	-4.17	2.45	-1.97	2.23
	R2	0.79	0.61	0.64	0.54	0.069
Élevé (Top Quintile)	estimation	0.1	0.88	0.001	-0.002	0.001
	t-stat	1.56	-4.12	1.03	-3.03	1.01
	R2	0.87	0.64	0.59	0.55	0.53

7 Conclusion et limites de l'étude

Ce mémoire a pour objectif de mesurer l'impact des facteurs ESG sur la performance des fonds mutuels IPO. Nous justifions ce choix d'étude par le fait que les facteurs ESG sont de nos jours un investissement populaire dont bon nombre des gestionnaires de portefeuilles font recours. Nous procédons ainsi par une analyse empirique en comparant les fonds IPO versus les fonds traditionnels. À cet effet, nous utilisons un échantillon de données de 374 fonds dont 144 non IPO et 230 IPO sur la période allant de 1984 à 2018. Les 3 variables de Morningstar dont la cote de durabilité de Morningstar, le score d'exposition au risque d'entreprise du portefeuille et le score de durabilité de l'entreprise du portefeuille sont pris en considération dans cette analyse afin de voir s'il existe une relation entre le rendement d'un portefeuille et l'intégration des critères ESG. Ainsi les équations sont estimées en faisant appel à la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). Les méthodes de régressions que nous utilisons dans cette recherche sont le modèle de Carhart et de Fama french pour tester et analyser la performance.

Nos principaux résultats démontrent que l'intégration des critères ESG a un impact positif et statistiquement significatif sur la performance des fonds IPO. Cependant avec la prise en compte des 3 métriques de Morningstar, nous constatons que les portefeuilles à faibles scores surperforment ceux des fonds à hauts et moyens scores. Cette conclusion rejoint ainsi, les analyses de Dolvin, Fulkerson, et Krukover (2019) ou encore de Steen, Moussawi et Gjolberg (2019). Notre analyse empirique nous permet également de constater que les fonds IPO performant beaucoup mieux que les fonds conventionnels. En revanche, ces résultats présentent quelques limites.

Ce mémoire présente de nombreuses limites. En effet, l'utilisation de 3 principales métriques de Morningstar y compris les scores qui y sont associés peut amener à outrepasser certaines informations pertinentes. De ce fait, ces variables utilisées ont péniblement fourni de la robustesse aux modèles. Ensuite, des modèles statistiques de performance autres que Fama et French (1993) et Carhart (1997) pourraient être utilisés pour obtenir des résultats plus concrets.

Enfin, notre base de données est mensuelle et se focalise sur les fonds mutuels du marché américain, il serait encore plus avantageux de tester l'investissement ESG sur d'autres marchés tels que le marché canadien ou européen afin d'avoir des variations de résultats plus importants et approfondis.

Nous considérons cette étude comme une continuité de récents travaux de recherches de Dolvin, Fulkerson, et Krukover (2019) ou encore de Steen, Moussawi et Gjolberg (2019). Comme extension à ce mémoire, il serait considérable d'analyser l'impact des critères ESG sur les fonds mutuels IPO en utilisant différents modèles de performance et surtout en analysant plusieurs marchés financiers différents ou secteurs spécifiques. Ceci serait non seulement bénéfique pour les études futures, mais permettra d'apporter plus d'informations sur le plan sociétal vu l'ampleur financier et économique que peuvent avoir ces critères sur les entreprises.

8 Références

Aggarwal. R, Leal. R et Hernandez. L (1993) The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America, *Financial Management* ,22, 42-53

Alda. M (2021) the environmental, social, and governance (ESG) dimension of firms in which socially responsible investment (SRI) and conventional pension funds invest: The mainstream SRI and the ESG inclusion, *Journal of cleaner Production*, vol 298

Ambachtsheer, Keith P., and Jr., James L. Farrell (2013) "Can Active Management Add Value?" *Financial Analysts Journal* 35.6 (1979): 39-47. *Business Source Alumni, Edition*

Ambec. S, Paul Laroie. (2008) P, does it pay to be green? A systematic overview, *Academy of Management Perspectives*, 22 (4)

Armstrong, A. (2020) Ethics and ESG Ethics and ESG, *College of Business, Victoria University, Australia*,14, 3, special issue *from the environmental, social and governance for sustainability colloquim*

Avramov.D, Cheng.S, Lioui.A, Tarelli.A, (2021) Sustainable investing with ESG rating uncertainty, *journal of financial economics*

Batani. L et Asghari. F, (2014) Study of Factors Affecting the Initial Public Offering (IPO) Price of the Shares on the Tehran Stock Exchange, *Research in World Economy*, 5 (2)

Bauer. R, Koedijk. K, Otten. R (2005) International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, *Journal of Banking & Finance* , 29(7) 1751-1767

Baker. D.E, Boulton. J.T, Alves. B.V.M, Morey. R.M, (2021) ESG government risk and international IPO underpricing, *Journal of Corporate Finance*, 67, 101913

Bello. Z (2008) A Statistical Comparison of the CAPM to the Fama-French Three Factor Model and the Carhart's Model, *Global Journal of Finance and Banking Issues*, Vol. 2, No.2

Bello. Z (2005) Socially responsible investing and portfolio diversification, *Journal of Financial Research*, 28 (1), 41-57

Bollazzi. F, Risalvato. G, (2017) IPO, and CSR: An Analysis on Last Performance in Italian Stock Exchange, *China-USA Business Review*,16, No. 12, 588-600

Buttimer, R. J, Hyland D., and Sander A. (2005) REITs, IPOs waves and long-run performance, *Journal of Financial analyst*, Vol 65, N. 65.

Buttimer, R. J, David C. Hyland, Anthony B. Sanders, (2001) IPOS and Mutual Fund Returns, 35p

Brammer. S, Brooks. C, Pavellin. S (2006) Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures, 35 (3), 97-116

Carhart. M (1992) Persistence in mutual fund performance re-examined, *Working paper*,

Carhart. M (1997) One Persistence in mutual funds, *The Journal Of finance* 52(1), 57-82

Carosa. C., (2005) Passive Investing: The Emperor Exposed? *Journal of Financial Planning* 18.10, 54-62

Chatterjee. S (2018) Fund Characteristics and Performance of Socially responsible Mutuals funds: do ESG Ratings play a role? *Forthcoming in the Journal of Accounting and Finance*

Chevalier. J, Ellison. G (1999) Are some mutual fund managers better than others? Cross Sectional patterns in behavior and performance, *The Journal of Finance*, 54(3),875-899

Chevalier. J, Ellison. G (1999) Career Concerns of mutual fund managers, *The Quarterly Journal of Economics*, 114 (2),389-432

Chiu. H. H (2008) Investor Preferences, Mutual Fund Flows, and the Timing of IPOs, Chapman University, 50 p

Cohen. B, Frazzini. A, Malloy.C, (2008) The small world of investing: Board connections and mutual fund returns, *Journal of Political Economy*, 116, 5

Cornel. B., ESG preferences, risk, and return, (2021) *European Financial Management* 27, 1, 12-19

Cozic. A, Siddique. A (2019) Définir l'investissement ESG : une évolution, pas une révolution, *fidelity Investment*, 1-8

Cremers. M, Fulkersonb. J et Riley.T (2019) Challenging the Conventional Wisdom on Active Management: A Review of the Past 20 Years of Academic Literature on Actively Managed Mutual Funds, *Financial Analysts Journal* 2019, 75(4), 8-35

Davis. L.J., 2001. "Mutual Fund Performance and Manager Style, *Financial Analysts Journal*, 57, 1,19-27

Daily. M. C, Certo. S.T, Dalton. R. D, (2005) Investment bankers and IPO pricing: Does prospectus information matter, *Journal of Business Venturing*, 20, 1,93-111

Dawson, M.S., (1987) Secondary stock market performance of initial public offers, Hong Kong, Singapore, and Malaysia: 1978 – 1984. *Journal of Business Finance and Accounting*, 65-76.

Derwall, J., K. Koedijk, J. Ter Horst, (2011) A Tale of Value-driven and Profit-seeking Social Investors, *Journal of Banking and Finance*, 35, 2137-2147

Dolvin. S, Fulkerson. J, Krukover. A (2019) Do good guys finish last? The relationship between Morningstar Sustainability Ratings and Mutual Funds Performance, *The Journal of Investing ESG*, 28 (2), 77-91

Dosh. H, Elkamhi. R, Simutin. M (2015) Managerial Activeness and Mutual Fund performance, *The Review of Asset Pricing Studies*, 5(2), 156–184

Douglas. E, Holt. T, Whelan. T (2017) Responsible Investing: Guide to ESG data providers and relevant trends, *Journal of Environmental Investing*

Dr. Sharma. R, Dr. Mukta Mani, Ms. Sweta Goel, (2012) A review of performance indicators of mutuals funds, *Researchers World -Journal of Arts, Science & Commerce*, 3,4(1)

Drobetz, W., Kammerman, M. and Wälchli, U. (2005) Long-run performance of initial public offerings: The evidence for Switzerland, *Schmalenbach Business Review*, 57, 3, 253-275

Eddelbuttel. D, (1996) A Hybrid Genetic Algorithm for Passive Management, *Second Conference Computing in Economics and Finance, Society of Computational Economics*, 26-28

Elton. J. E, Gruber. J. M, Blake. R. C, (1996) The persistence of risk adjusted mutual fund performance, *The Journal of Business*, 69, 2, 133-157

Elton. J.E, Gruber. J.M, Blake. R.C, (1996) Survivor Bias and Mutual Fund Performance, *The Review of Financial Studies*, 9, 4, 1097–1120

Elton, E. J., Gruber, M. J., et Blake, C. R. (2001) A first look at the accuracy of the CRSP mutual fund database and a comparison of the CRSP and Morningstar mutual fund databases, *Journal of Finance*, 56(6), 2415-2430

Elton. J. E, Gruber. J.M, Das. S, Hlavka. M, (1993) Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios, *The Review of Financial Studies*, 6(1) 1-22

Elton. J. E, Gruber. M, Brown. S, Goetzmann. W (2009) Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, *John Wiley, and Sons*, 9e edition, p 715 - 720

Evans, R. B. (2010). Mutual fund incubation. *Journal of Finance*, 65(4), 1581-1611

EY (2021) Global Wealth Research Report

Faff. R (2001) An Examination of the Fama and French Three-Factor Model Using Commercially Available Factors, *Australian Journal of Management*

Fama, E., et K. French, (1993), Common risk factors in returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, no.1 3-56

Fama Eugene F. et French Kenneth R. (2010). “Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns”. *Journal of Finance* 65(5), 1915–1947

Fenili. A, Raimondo. C (2021) ESG and the Pricing of IPOs: Does Sustainability Matter, 58p

Fisman. R, Heal. G, Nair. V (2007) A model of corporate philanthropy, 23p

Fombrun. C, Shanky. M, (2017) What’s in a name? Reputation Building and corporate strategy, *Academy of Management Journal*, 33, 2

Friede. G, Busch. T, Bassen. A, (2015) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment* 210-233

Geczy, C., Stambaugh, R. Levin, D (2005) “Investing in Socially Responsible Mutual Funds,” *Working Paper, University of Pennsylvania*.

Ghoul. S (2017) Does corporate social responsibility affect mutual fund performance and flows?, *Journal of Banking & Finance*, 77, 53-63

Ghoul, S et Karoui. A (2015) how ethical compliance affects portfolio performance and flows: Evidence from mutual funds

Goetzmann. N, Brown. J.S, (1995) Performance persistence, *The Journal Of finance*, 679-698

Goetzman. W, Ibbotson. R (1994) Do winners repeat? *Journal of Portfolio Management; London* , 20(2)

Goldreyer. F.E, Ahmed. P, Diltz. D (1999) The performance of socially responsible mutual funds: Incorporating sociopolitical information in portfolio selection, *Managerial Finance*, 25(1), 23-36

Gounopoulos. D., Nounis, C. and Stylianides, P. (2008) Short and long-term performance of IPOs in Cyprus Stock Exchange, *Journal of Financial Decision Making*, 4 (1), 1-28

Grinblatt. M Titman. S (1992) The persistence of mutual fund performance, *The journal of finance*, 47(5), 1977-1984

Gruber J. G (1996) Another Puzzle: The Growth of Actively Managed Mutual Funds.” *Journal of Finance*, 51(3),783–810

Guerard. J, (1997) Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal Of Forecasting* 16(7) ,475- 490

Guido. A, Ignazio. B, Pierpaolo. F (2021) The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28 (5), 1446-1455

Hendricks. D, Patel. J, Zeckhauser. R, (1993)Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974–1988,*The Journal of Finance*, 48 (1) 93-130

Hong, H., Kacperczyk, M (2009) The Price of Sin: The Effect of Social Norms on Markets, *Journal of Financial Economics*, 93, 15-36

Huang, F., Xiang, L., Liu, R., Su, S. & Qiu, H. (2019). The IPO corporate social responsibility information disclosure: Does the stock market care? *Accounting & Finance*, 59, 2157–2198

Hwang. Y.C, Titman. S., et Wang. Y, (2018) Is It Who You Know or What You Know? Evidence from IPO Allocations and Mutual Fund Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 53 (6) 2491 – 2523

Ibbotson. R (1975) Price performance of common stock new issues, *Journal of Financial Economics*, 2(3) 235-272

Investment Company Institute (2021) Investment company book, *A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*

Ippolito, R (1989) Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965–1984 Quarterly *Journal of Economics*, 104 (1), 1-23

James C. Braua, Rodriguez. J (2009) An empirical analysis of Mexican and US closed- end mutual fund IPOs, *Research in International Business and Finance*, 23, 1-17

Jegadeesh. N, Titman. S (1993) returns to buying winners and selling losers, Implications for stock market efficiency, *The Journal Of finance*, 48(1), 65-91

Jensen. M (1968) The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 *Journal of Finance*, 23(2) 389-416

Jog. V et Riding. A (2018) Underpricing in Canadian IPOs, *Financial Analyst Journal*, 43(6), 48-55

Jog. V, Srivastava. A (1994) Underpricing in Canadian IPOs 1971-1992: An update

Junkus. J, Berry. T, (2015) Socially responsible investing: a review of the critical issues, *Managerial Finance*, 41 (11), 1176-1201

Kacperczyk, M.; C. Sialm; and L. Zheng (2008) Unobserved Actions of Mutual Funds. *Review of Financial Studies*, 21, 2379-2416.

Kacperczyk. M, Nieuwerburgh. S, Veldkamp. L (2014) Time-Varying Fund Manager Skill, *Forthcoming Journal of Finance*, 69(4), 1455-84

Keasey. K, Short. H (1992) The underpricing of initial public offerings: Some UK evidence, *Omega reports on developments in management* 20(4), 457-466

Kempf. A., Osthoff. P., (2007) The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance, *European Financial Management*, 13(5), 908-922

Kim. J, Krinsky. I, et Lee. J, (1995) The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Korea, *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 429-44

Kiyamaz. H, (2000) The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: Evidence from Istanbul Stock, *Journal of Multinational Financial Management*, 10(2), 213-227

Kunz, R, Aggarwal, R (1994) Why initial public offerings are underpriced: Evidence from Switzerland, *journal of banking & finance* ,18 (4), 705-723

Kurtz, L., DiBartolomeo, D (1996) Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance, *Journal of Investing*, 5, 35-41

Kumar, A Smith, C, Badis, L, Wang, N, Ambrosy, P et Tavares, R, (2016) ESG factors and risk adjusted performance: A new quantitative model, *Journal of Sustainable Finance, and Investment*, 6(4), 291-300

Levis, M, (1993) The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988, *Financial Management*, 22(1) 28-41

Ling, C. D et Ryngaert, M, (1997) Valuation uncertainty, institutional involvement, and the underpricing of IPOs: The case of REITs, *Journal of Financial Economics*, 43(3), 433-456

Loughran, T et Ritter, J (2004) Why Has IPO Underpricing Changed over Time? *Financial Management* ,33(3), 5-37

Lowry, M, Schwert, W (2002) IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *The Journal of Finance*, 57(3), 1171-1200

Lowry. M, Officer. M, et Schwert. W (2010) The Variability of IPO Initial Returns, *The journal of finance*, 65(2) 425-465

Luck. G, C et Pilotte. N, (1993) Domini Social Index Performance, *Journal of Investing*, 60-62

Mallin, C. A., B. S Aadouni, and R. J. Briston. 1995. The Financial Performance of Ethical Investment Funds, *Journal of Business Finance and Accounting* 22, 4, 493–496

Moskowitz, M. (1972) “Choosing socially responsible stocks.” *Business and Society Review*, 1: 71-75

Muñoz. F, Vargas. M, Marco. I, (2014) Environmental mutual funds: financial performance and managerial abilities, *Journal of Business Ethics*, 124,551–569

Neneh. N. B., et Smit. A.V., (2014) Do IPOS underperform in the long run? Evidence from the Johannesburg Securities Exchange (JSE), *African Review of Economics and Finance*, 6 (2)

Nilsson, J. (2008). Investment with a conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior, *Journal of Business, Ethics*, 83, 307–325

Pástor, L, Stambaugh. R, et Taylor. L (2017). Do Funds Make More When They Trade More? *The Journal of Finance*, 72 (4), 1483–528

Pastor. L, Veronesi. P (2005) Rational IPO Waves, *The Journal of Finance*, 60(4) 1713-1757

Peavy. J, (1990) Returns on initial public offerings of closed-end funds, *The Review of Financial Studies*, 3(4) 695-708

Philip J. Lee, Stephen L. Taylor, Terry S. Walter, Australian IPO pricing in the short and long run, *Journal of Banking & Finance*, Volume 20, Issue 7, August 1996, Pages 1189-1210

Petajisto. A., (2013) Active Share and Mutual Fund Performance, *Financial Analysts, Journal*, 69, 2013- Issue 4, 73-93

Porter. M, Serafeim. G, Kramer. M (2019) Where ESG fail, *Institutional Investor*

Rajkumar. S, Dr. Venkatramaraju. D (2014) A study of factors influencing individuals' investors towards IPOs performance, *International Journal of Business and Administration Research Review*, 1(7), 79

Reber. B, Gold. A, Gold. S, (2021) ESG disclosure and Idiosyncratic risk in initial public offerings, *Journal of Business Ethics*

Reibnitz. A (2017) When Opportunity Knocks: Cross-Sectional Return Dispersion and Active Fund Performance, *Critical Finance Review, Forthcoming*, 6(2), 303-56

Renneboog, L., Ter Horst, J. Zhang, C (2008) The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds, *Journal of Corporate Finance*, 14, 302-322.

Renneboog. L, Ter Horst. J, Zhang. C, (2008) socially responsible investments: Institutional aspects, Performance, and investor Behavior, *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742

Revelli. C, Viviani. J. L, (2015) Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis, *Business Ethics, The environment & responsibility* ,24, 2,158-185

Revelli. C, Sentis. P, (2012) L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel?

Ritter, J., 1984, The hot issue market of 1980, *The Journal of Business* 57, 215-240

Ritter. J, Zhang. D (2007) Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 86 (2), 337-368

Ritter. J (1991) The long run performance of initial public offerings, *The Journal of Finance*, 46 (1), 3-27

Ruf. B, Das. N, Chatterjee. A, Fund Characteristics, and performance of socially responsible mutual funds: Do ESG ratings play a role?

Rompotis. G. G, (2009) Active vs. Passive Management: New Evidence from Exchange Traded Funds

Saengchote. K, Sthienchoak. J (2020) Strategic participation in IPOs affiliated mutual funds: Thai evidence, *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101-427

Santomil. P, González. L, Domingues. R, Reboredo, J (2019) Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? Vol 11(10)

Schroder. M (2004) The performance of socially responsible investments: Investment Funds and Indices, *Swiss Society for Financial Market Research*, 122-142

Schroder. M (2007) Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices, *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(2), 331-348

Statman. M, (2000) socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal* 56 (3), 30-39

Statman. M, Glushkov. D (2009) The wages of social responsibility, *Financial Analysts Journal* , 65(4), 33-46

Steen. M, Moussawi. T, et Gjolberg. O (2020) Is there a relationship between Morningstar's ESG ratings and mutual fund performance? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10 (4), 349-370

Stephen J. Brown, William N. Goetzmann (1995) Performance Persistence, *The Journal of Finance*, 50 (2), 679-698

Teo. M, Woo. S (2001) Persistence in style adjusted mutual funds returns, 39p

Tinic, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock, *Journal of Finance*, 43(4), 789-822

Townsend. B., (2020) From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, *The Journal of Impact and ESG Investing*, 1 (1) 10-25

Trimech. A, Kortas. H , Benammou.S , Benammou.S (2009) Multiscale Fama-French model: application to the French market, *Journal of Risk Finance*, 14p

Verheyden. T, Eccles. R, Feiner (2016) A ESG for all? The impact of ESG screening on return risk and diversification, *Journal of Applied Corporate Finance*, 28 (2), 47-55

Weber. O, Mansfeld. M, Schirrmann. E (2010) The Financial Performance of SRI Funds between 2002 and 2009

Wermer. R (1997) Momentum Investment Strategies of Mutual Funds, Performance Persistence, and Survivorship Bias, *Working Paper*

Wermers. R (2000) Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. *Journal of Finance*, vol. 55, no. 4: 1655–95

Whelan. T, Atz. U et Clark. C (2021) ESG and Financial performance: Uncovering the relationship by aggregating Evidence from 1000 plus studies published between 2015-2020, *Centre for sustainable business*, 1-16

Xi. D, Feng. S, Sadka. R (2019) Liquidity Risk and Mutual Fund Performance, *Management Science*, vol. 65, no. 3: 1020–41

Yu. L (2014), Performance of socially responsible mutual funds, *Global of business research*, 8, (3), 9-17

Yuhong. F (2010). Pre-operating performances and IPOs after market returns, *Allied Academies International Conference, Academy of Accounting and Financial Studies Proceedings*, 15(1) 1-28

Zadeh A. A., et Serafeim. G (2018) Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analysts Journal* ,74(3), 87-10

