



MEMOIRE DE MAÎTRISE :

**Étude de l'impact des critères ESG sur la performance des fonds
mutuels investissant dans le capital-investissement au Canada**

Par

Bachirou Moussa Moubarak

PRÉSENTÉ À

MANEL KAMMOUN, PhD.

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAITRISE EN ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Janvier 2025

Résumé

L'industrie des fonds communs de placement (FCP) connaît une évolution impressionnante quant à l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG) et de l'investissement en capital-investissement ou « *private equity* » (PE) au Canada. Notre étude vise à examiner l'impact des facteurs ESG sur la performance des FCP investissant dans le PE au Canada. Pour ce faire, nous utilisons les scores ESG de Morningstar, afin d'analyser un échantillon de 18 fonds canadiens, dont 9 investissant dans le PE et 9 fonds conventionnels comparables.

La collecte des données est réalisée à partir de la base de données « Morningstar Direct », nous utilisons la méthode de « *Greedy matching* » pour l'appariement afin d'analyser la performance des deux catégories de fonds. La période d'étude s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et nous appliquons les modèles de Fama et French (1996, 2015), Carhart (1997) ainsi que le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM) pour évaluer la performance des fonds.

Nos résultats ne révèlent pas de différence significative de performance entre les fonds PE et NON-PE, ce qui suggère que les facteurs ESG n'ont pas d'impact significatif sur la performance des FCP canadiens investissant dans le PE. Par conséquent, nous concluons que notre étude n'apporte pas suffisamment de preuves pour établir un lien entre les facteurs ESG et la performance des FCP investissant dans le PE au Canada.

Mots-clés : Fonds communs de placement, capital-investissement, Investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG).

Remerciements

Je souhaite exprimer ma profonde gratitude et mes sincères remerciements à toutes les personnes qui ont contribué de manière significative à l'élaboration de ce mémoire, un projet qui a marqué un jalon important dans mon parcours académique et professionnel. En premier lieu, je rends grâce à Dieu, source de toute sagesse et force, pour m'avoir guidé et soutenu tout au long de ce chemin exigeant mais enrichissant. C'est grâce à sa présence constante que j'ai pu surmonter les défis et atteindre mes objectifs. Je remercie également mes parents pour leur soutien sans condition, une mention spéciale à mes oncles Adamou Moussa et Amadou Soumaila Allazi qui m'ont épaulé tout au long de ce parcours.

Un remerciement spécial est adressé à ma directrice de recherche, MANEL KAMMOUN, professeure à l'Université du Québec en Outaouais. Ses compétences professionnelles, son expertise dans le domaine et ses conseils judicieux ont été d'une aide précieuse. Son accompagnement rigoureux, sa disponibilité et son engagement envers l'excellence ont grandement contribué à la qualité de ce travail. Je tiens également à exprimer ma reconnaissance envers tous les membres du département des sciences administratives de l'UQO, en particulier à monsieur TANDJA CHARLI, directeur du programme. Leur soutien académique, leur encouragement continu et leur approche pédagogique stimulante ont été des facteurs clés dans ma réussite. Mes remerciements s'étendent à mes collègues et amis pour leur présence, leurs conseils et leurs encouragements constants. Je tiens à remercier tout particulièrement ma femme, pour son amour inconditionnel, sa patience et son soutien sans faille tout au long de ce parcours. Sa compréhension, son écoute et son encouragement ont été essentiels pour maintenir un équilibre entre ma vie personnelle et mes engagements académiques. Je remercie également monsieur Nourh Yahaya pour son soutien inconditionnel.

Enfin, je suis profondément reconnaissant envers les membres du jury pour avoir accepté d'évaluer mon travail.

Ce travail est le fruit d'un effort collectif, et chaque contribution a été un pilier dans la construction de ce projet. À tous, je vous adresse mes remerciements les plus sincères.

Liste des Sigles et Abréviations

PE : Capital investissement

FNB : Fonds Négociés en Bourse

AMF : Autorité des marchés financiers

FCP : Fonds communs de placement

ARIMA : « *Autoregressive Integrated Moving Average* »

CAPM : Modèle d'évaluation des actifs financiers (en anglais : *Capital Asset Pricing Model*)

CMA : « *Conservative Minus Aggressive* »

ESG : Environnemental, social et de gouvernance

ISR : Investissement socialement responsable

MCO : Moindres Carrés Ordinaire

MOM : « *Momentum* »

PCSS : Score de durabilité du portefeuille (en anglais : *Portfolio corporate sustainability score*)

PERS : Score de risque environnemental du portefeuille (en anglais : *Portfolio environmental risk score*)

PGRS : Score de risque de gouvernance du portefeuille (en anglais : *Portfolio governance risk score*)

PSRS : Score de risque sociétal du portefeuille (en anglais, *Portfolio social risk score*)

RMW : « *Robust Minus Weak* »

RSE : Responsabilité sociale des entreprises

SMB : « *Small Minus Big* »

VaR : « *Value at risk* »

Liste des tableaux

Tableau 1: Statistiques descriptives des rendements mensuels des fonds mutuels.....	41
Tableau 2: Statistiques descriptives des facteurs ESG.....	46
Tableau 3 : Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle de Fama et French (2015)	46
Tableau 4: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (2015).....	48
Tableau 5 : Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle de Fama et French (1996)	52
Tableau 6: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (1996).....	54
Tableau 7: Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle de Carhart (1997).....	57
Tableau 8: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Carhart (1997).....	59
Tableau 9: Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle CAPM.....	62
Tableau 10: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de CAPM.....	63

Table des matières :

Résumé	i
Remerciements.....	ii
Liste des Sigles et Abréviations.....	iii
Liste des tableaux.....	iv
1 Introduction	1
1.1 Justification de la recherche et contributions.....	3
1.2 Organisation du texte.....	7
2 Le capital-investissement	8
3 Les fonds mutuels	10
3.1 Définition et évolution dans le temps.....	10
3.2 Les stratégies de gestion	11
3.3 Les fonds mutuels investissant dans le capital-investissement.....	13
3.4 Fondements et évolution de la responsabilité sociale dans l'industrie des fonds mutuels.....	14
3.5 Les critères ESG et l'industrie des fonds mutuels.....	17
3.6 L'industrie des fonds mutuels au Canada	19
3.6.1 Les fonds mutuels socialement responsables	20
3.6.2 Investissement dans le capital-investissement	22
4 Revue de la littérature	24
4.1 La performance des fonds mutuels.....	24
4.2 La performance des fonds mutuels ESG.....	26
4.3 La performance des fonds mutuels investissant dans le capital-investissement 28	
5 Questions de Recherche et Hypothèses	30

6	Méthodologie	32
6.1	Mesures des facteurs ESG.....	32
6.1.1	Le score de durabilité du portefeuille.....	33
6.1.2	Les scores piliers de durabilité.....	34
6.2	La mesure de performance.....	35
7	Données.....	37
7.1	Sélection de l'échantillon	37
7.2	Analyse descriptive des données	38
8	Résultats empiriques	44
9	Test de robustesse	49
9.1	Le modèle de Fama et French (1996)	49
9.2	Le modèle de Carhart (1997)	58
9.3	Le modèle CAPM.....	60
10	Conclusion.....	65
11	Références.....	67

1 Introduction

Le monde de l'investissement est en constante évolution, avec des investisseurs cherchant des moyens innovants de maximiser leur rendement tout en respectant les normes environnementales, sociales et de gouvernance¹ (dorénavant ESG). Dans ce contexte, les fonds communs de placement (FCP dorénavant) et le capital-investissement ou « *private equity* » en anglais (dorénavant PE) deviennent des options populaires pour les investisseurs cherchant à investir dans des actifs avec un potentiel de rendement élevé.

Les FCP sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières² réglementées qui permettent à un grand nombre d'investisseurs d'investir dans un portefeuille de titres diversifiés géré par des gestionnaires professionnels. Les investisseurs achètent des parts du fonds, qui représentent une participation dans le portefeuille commun du fonds. Les FCP sont disponibles sur le marché financier à travers différents canaux de distribution, tels que la bourse, les plateformes de placement et les institutions financières. Ils offrent une diversification des investissements, ce qui peut aider à réduire le risque global du portefeuille. De manière générale, le classement se fait 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 (Lückoff, 2011a).

Le PE se définit comme la prise de participations en capital dans des entreprises non cotées en bourse (souvent avec des horizons de placement plus longs et des rendements potentiels plus élevés que les fonds conventionnels) dans le but de financer leur démarrage, leur développement ou leur cession/transmission. Les investisseurs peuvent réaliser un bénéfice en vendant leurs parts à un prix plus élevé que celui auquel ils les achètent. Le PE joue un rôle de premier ordre aussi

¹ Le terme « ESG » est apparu pour la première fois en 2004 dans un rapport de l'ONU appelé « *Who Cares Wins* ». Voir le lien suivant : https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf

² OPCVM, représente des organismes de placement collectif en valeur mobilière, qui désignent des fonds d'investissement spécialisés dans le placement des actions ou des obligations (Fabozzi, F. J., Füss, R., et Kaiser, D. G., 2018).

bien dans la création d'entreprises innovantes que dans le renouvellement et l'entretien du tissu économique (Metrick, 2010a).

Dans ce mémoire, nous nous intéressons à l'impact des critères ESG sur la performance des FCP investissant dans le PE au Canada. Les critères ESG sont de plus en plus importants pour les investisseurs soucieux de l'impact social et environnemental de leurs investissements et deviennent un facteur clé pour les prises de décisions. Nous étudions comment les FCP investissant dans le PE intègrent les critères ESG dans leur stratégie d'investissement et comment cela affecte leur performance globale.

En outre, les résultats obtenus dans ce mémoire peuvent aider les gestionnaires de fonds et les investisseurs à prendre des décisions éclairées lorsqu'ils choisissent d'investir dans des FCP investissant dans le PE.

1.1 Justification de la recherche et contributions

Ces dernières décennies, l'investissement responsable devient une préoccupation importante pour de nombreux investisseurs. Les investisseurs cherchent à investir dans des entreprises qui respectent les normes ESG, car ils croient que ces entreprises sont mieux gérées et sont plus susceptibles de réaliser une performance durable à long terme.

Le marché canadien des fonds axés sur les critères ESG ainsi que des FCP qui investissent dans le PE connaît une croissance notable. En 2020, les actifs investis dans des fonds canadiens conformes aux principes d'investissement durable s'élèvent à 13 milliards de dollars, marquant une augmentation de 67 % par rapport à l'année antérieure. À la fin de 2021, ces fonds constituent 1,3 % du total des actifs gérés par les fonds d'investissement au Canada qui totalisent 1950 milliards de dollars. Au cours des dix dernières années, les actifs des FCP ont plus que doublé, avec une augmentation de 110 % par rapport à l'année 2012³. Ces données illustrent l'intérêt grandissant des investisseurs canadiens pour les investissements responsables et durables et mettent en évidence la pertinence de la recherche sur l'impact des critères ESG sur la performance des FCP investissant dans le PE au Canada.

Plusieurs études examinent l'impact des facteurs ESG sur la performance des FCP (Bauer, Koedijk et Otten, 2005c ; Statman et Glushkov, 2009 ; Gosselin et Ouedraogo, 2017). Cependant, aucune étude ne se concentre sur l'impact des facteurs ESG sur les FCP investissant dans le PE. Ce mémoire enrichit la littérature existante sur l'impact des facteurs ESG sur la performance des fonds en se focalisant sur le marché canadien des FCP investissant dans le PE. Il explore la croissance rapide des actifs sous gestion des fonds ESG au Canada, soulignant une augmentation significative et la prédominance de ce type de fonds. De plus, il met en exergue la concentration particulière des fonds axés sur l'environnement, qui représente une part plus importante des actifs gérés au Canada par rapport à la moyenne mondiale⁴.

Une littérature moins récente se concentre sur la performance des FCP conventionnels. La

³Voir le lien suivant : https://www.ici.org/doc-server/pdf%3A2022_factbook.pdf

⁴ Voir le lien suivant : [Regard sur le marché des fonds ESG | Finance et Investissement \(finance-investissement.com\)](#)

mesure de performance de Jensen (1968) se base principalement sur le risque systématique que représente l'excédent de rentabilité d'un FCP. Carhart (1997) constate que les rendements des FCP d'actions américaines au cours de l'année écoulée prédisent positivement leur valeur brute. Il démontre également que la persistance des ratios de frais explique en majorité la persistance à long terme du rendement des FCP. Dans la même lignée, Hendricks, Patel et Zeckhauser (1993b), Goetzmann et Ibbotson (1994), Brown et Goetzmann (1995) et Wermers (1997a) 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 performances positives 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 performances d'environ 1 % l'année suivante. Aussi, Fama et French (1996) proposent un modèle multifactoriel qui inclut trois facteurs incluant la prime de risque du marché, le facteur taille qui consiste en la différence entre le rendement espéré d'un portefeuille de titres à faible capitalisation et celui d'un portefeuille de titres à forte capitalisation et le facteur valeur qui consiste en la différence entre le rendement espéré d'un portefeuille de titres à faible ratio valeur comptable/valeur marchande et celui d'un portefeuille de titres présentant un ratio valeur comptable/valeur marchande élevée.

Grinblatt et Titman (1992) montrent que les gestionnaires de FCP utilisent leurs talents de sélection de titres pour cibler les portefeuilles d'actifs qui génèrent le plus de rendements. Ferson et Khang (2002) examinent la persistance des performances des FCP en utilisant une méthode qui prend en compte la variance de l'erreur de mesure de la performance. Rios et Garcia (2006) étudient l'impact de la taille des FCP sur leur performance en utilisant une méthode basée sur la méthode de « *bootstrap* » qui est une technique statistique utilisée pour estimer la distribution d'un estimateur en échantillonnant avec remplacement à partir d'un ensemble de données existant. Elle est particulièrement utile lorsque la distribution théorique de l'estimateur est inconnue ou difficile à déterminer (Efron 1979).

Dans le secteur du PE au Canada, la littérature récente (Martin et Dupont, 2020) se concentre sur divers aspects, allant de la performance financière à l'impact socio-économique. Martin et

Dupont (2020) analysent l'évolution du marché canadien du PE et soulignent son rôle croissant dans l'économie nationale. Ils démontrent que ces fonds contribuent de manière significative à la croissance des entreprises en phase de démarrage et de développement. Par ailleurs, Lavoie et Girard (2018) étudient l'impact des stratégies de sortie sur la rentabilité des investissements en PE, révélant que les introductions en bourse sont parmi les plus lucratives, bien que moins fréquentes que les ventes stratégiques ou les rachats par la direction.

Concernant l'impact des investissements en PE, Goktan et Wilson (2012) relèvent que les entreprises canadiennes cibles d'investissements en PE connaissent une croissance significative en termes de chiffre d'affaires et d'emploi, ainsi qu'une amélioration de leur rentabilité et de leur efficacité. Kaplan et Schoar (2005) examinent les caractéristiques et les performances des fonds de PE et constatent que ces fonds ont tendance à obtenir des rendements supérieurs à ceux des investissements publics, ce qui peut s'expliquer par leur capacité à apporter une valeur ajoutée aux entreprises dans lesquelles ils investissent. Gompers et Lerner (2000) s'intéressent à l'impact du PE sur la croissance et la performance des entreprises. Les auteurs constatent que les entreprises soutenues par des fonds de PE ont tendance à croître plus rapidement et à obtenir de meilleurs résultats financiers que les entreprises non soutenues. Phalippou et Gottschalg (2009) se concentrent sur les rendements des investisseurs dans les fonds de PE et montrent que les rendements des fonds de PE sont influencés par plusieurs facteurs, tels que la performance des entreprises sous-jacentes, les frais de gestion et la structure de rémunération des gestionnaires de fonds. Une étude plus récente menée par Kaplan et al. (2016) explore l'impact de la performance des fonds de PE sur les rendements des investisseurs. Les auteurs constatent que les fonds de PE ayant de bonnes performances passées ont tendance à continuer à générer des rendements supérieurs à l'avenir, ce qui suggère la présence d'une certaine persistance dans les performances des fonds.

D'après la littérature existante, les critères ESG sont de plus en plus pris en compte par les investisseurs dans leur prise de décision d'investissement, que ce soit pour les FCP conventionnels ou les fonds de PE. Cependant, il existe un manque dans la littérature quant à l'impact des critères ESG sur la performance des FCP investissant dans le PE. Bien qu'il y ait des études sur l'impact des critères ESG sur la performance des FCP et des études sur la performance de PE, il

n'y a pas d'étude spécifique examinant l'impact des critères ESG sur la performance des FCP investissant dans le PE au Canada. Par conséquent, notre question de recherche vise à combler cette lacune en évaluant l'impact des critères ESG sur la performance des fonds mutuels investissant dans le PE au Canada.

Les résultats de cette recherche peuvent aider les investisseurs à prendre des décisions d'investissement plus éclairées et également aider les gestionnaires de fonds à mieux comprendre l'impact des critères ESG sur la performance des FCP investissant dans PE au Canada. Elle apporte également des informations importantes pour les investisseurs et les gestionnaires de fonds qui cherchent à investir de manière responsable dans ces fonds.

1.2 Organisation du texte

Ce mémoire se compose de huit sections principales. La première section est l'introduction, dans laquelle nous présentons la justification de la recherche et l'organisation du texte. La deuxième section présente le PE. La troisième section se consacre aux FCP, leur évolution et les stratégies de gestion utilisées. Nous abordons également les FCP investissant dans le PE et l'importance de la responsabilité sociale dans l'industrie de ces fonds. Nous examinons également les FCP socialement responsables au Canada. La quatrième section est une revue de la littérature sur la performance des FCP. Nous examinons la performance des FCP ESG, la performance des FCP investissant dans le PE et la performance des FCP ESG investissant dans le PE. La cinquième section présente le cadre d'étude, y compris les hypothèses de recherche. La sixième section décrit la méthodologie que nous utilisons pour analyser les données. La septième section présente les données utilisées et la huitième section présente les résultats empiriques de notre analyse. La dernière section est la conclusion, dans laquelle nous présentons les résultats de notre recherche et les contributions qu'elle apporte à la littérature. Nous discutons également des limites de l'étude et des perspectives pour les futures recherches.

2 Le capital-investissement

Le capital-investissement ou PE est une forme d'investissement dans des entreprises qui ne sont pas cotées en bourse ou qui sont en phase de transition vers la cotation en bourse. Il s'agit d'un type d'investissement à long terme dans lequel les investisseurs fournissent des fonds à une entreprise en échange d'une participation dans cette entreprise. Le PE se distingue des investissements traditionnels en actions ou en obligations, car il implique généralement des montants plus importants, une période de détention plus longue et une implication plus active dans la gestion de l'entreprise. Les investisseurs en PE cherchent à créer de la valeur en apportant des améliorations opérationnelles et stratégiques aux entreprises dans lesquelles ils investissent (Gompers et Lerner, 2000).

Desbrières et Charreaux (2001) montrent que le PE peut intervenir à différentes étapes de la vie d'une entreprise : au moment de sa création, à l'occasion d'un projet de développement, en cas de crise, lors de l'acquisition ou de la transmission de l'entreprise. Ljungqvist et Richardson (2003) abordent le fait que le PE se décompose généralement en quatre grandes pratiques à savoir le capital-risque, le capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement. Le capital-risque intervient le plus souvent auprès des jeunes entreprises innovantes, principalement dans les secteurs des nouvelles technologies, des sciences du vivant, souhaitant trouver des financements. On distingue au sein de ce métier le capital amorçage (« *seed money* », en anglais) dont l'objectif est de financer la recherche et les tout premiers développements d'un concept. Ce financement intervient au stade de la mise au point d'un produit ou d'un service. Cette étape permet notamment de montrer la faisabilité d'un projet avant le passage à un stade de commercialisation. Le capital-crédit qui consiste à financer des entreprises en création, soit le développement et la première commercialisation du produit. Les entreprises ciblées sont âgées de moins de trois ans et non bénéficiaires. Le capital-développement intervient après les premiers stades de création de l'entreprise, alors que l'entreprise gagne en maturité. Le but du capital développement est d'investir dans des entreprises de plus de trois ans, bénéficiaires et souhaitant consolider leur structure financière afin de passer à une nouvelle étape de leur développement de type croissance externe ou développement d'une nouvelle gamme de produits. À noter que le capital-développement n'intervient pas sur des secteurs économiques spécifiques, contrairement au capital-risque qui privilégie généralement les nouvelles technologies. De plus, les participations

sont, dans ce cadre, généralement minoritaires. Le capital-transmission est de loin la part du PE la plus importante, le capital transmission intervient lors de la cession ou du rachat d'une entreprise. Cette dernière peut être rachetée par les dirigeants ou des investisseurs extérieurs (on parle alors de « *buy-out* »). Ce métier est souvent associé à des opérations à effet de levier. Ce rachat peut en effet s'effectuer par recours à l'endettement (ou « *leverage* », en anglais). On parle alors de « *leverage buy-out* ». Le capital-restructuration intervient lorsque la société traverse une crise et nécessite, par exemple, une restructuration. Les investisseurs peuvent alors injecter des fonds propres afin de permettre à l'entreprise de surmonter la crise.

3 Les fonds mutuels

Dans cette section, nous examinons les FCP en général, en abordant leur définition, leur évolution dans le temps, les différentes stratégies de gestion, les FCP investissant dans le PE, les fondements et l'évolution de la responsabilité sociale dans l'industrie des FCP.

3.1 Définition et évolution dans le temps

Selon Lückoff (2011b), un FCP est un instrument financier dans lequel les investisseurs regroupent leur argent afin de le confier à un gestionnaire d'investissement professionnel qui investit en leur nom (avec pour objectif de réaliser une performance supérieure à celle des indices de référence). Il s'agit donc d'une copropriété de l'investissement, chaque investisseur détenant un certain nombre de parts. Chaque fonds a un objectif d'investissement déclaré qui définit sa gestion générale et les types d'investissements qu'il est en droit de recevoir, l'objectif peut être de générer une croissance à long terme ou de générer un revenu. Le gestionnaire de fonds doit respecter les règles précises de gestion et de répartition des risques. Un éventail diversifié de FCP (fonds d'actions, fonds d'obligations, fonds monétaires, fonds équilibrés...) est offert aux investisseurs. Ces fonds sont largement utilisés par les investisseurs particuliers, car ils offrent une diversification des risques et sont considérés comme un instrument d'investissement facile à comprendre. Les frais et les charges associés, tel que les frais de gestion, les frais de vente, les frais de rachat, ou les frais de performance varient en fonction du type de fonds, des services offerts, et des politiques de la société de gestion du fonds.

D'après l' « *Investment Company Fact-book 2022* »⁵, les actifs nets des FCP américains connaissent une expansion impressionnante, passant de 1 065 milliards de dollars en 1990 à 27 000 milliards de dollars en 2022. Les FCP représentent une part importante des actifs financiers des ménages canadiens, avec une valeur de 1,7 billion de dollars canadiens en 2021⁶.

Les FCP évoluent significativement depuis leur création au début du 20^e siècle. Le premier FCP moderne, créé en 1924 aux États-Unis, sous la forme du « *Massachusetts Investors Trust* ».

⁵ Voir le lien suivant : https://www.ici.org/system/files/2022-05/2022_factbook.pdf

⁶ Voir le lien suivant : <https://www.ific.ca/fr/pg/industry-statistics/>

À l'époque, les FCP sont principalement destinés aux investisseurs institutionnels et aux riches investisseurs individuels (O'Neill, 2006).

Au fil des décennies, les FCP évoluent pour répondre aux besoins et aux préférences des investisseurs. Dans les années 1950 et 1960, les FCP deviennent plus accessibles aux investisseurs individuels grâce à l'innovation de la distribution de fonds à travers des courtiers. Dans les années 1970, les FCP indexés voient le jour pour suivre les performances des grands indices boursiers, tels que le S&P500 (Bogle, 2000).

Au cours des années 1980 et 1990, les FCP s'agrandissent avec l'émergence de fonds obligataires, monétaires et spécialisés, ainsi que de FCP socialement responsables qui prennent en compte les facteurs ESG dans leur sélection de titres. Les années 2000 voient l'essor des fonds négociés en bourse (dorénavant FNB), qui sont similaires aux FCP, mais négociés comme des actions en bourse (Ibbotson et Chen, 2003).

Aujourd'hui, les FCP continuent d'évoluer pour répondre aux besoins des investisseurs, en offrant des options telles que les fonds thématiques, les fonds de couverture, les fonds de capital-risque et les fonds à impact social (Friedman et al., 2011). Les FCP deviennent un élément clé du paysage de l'investissement, offrant aux investisseurs individuels et institutionnels un moyen de diversifier leur portefeuille et d'investir dans une gamme de titres financiers.

Selon Eccles et Stroh (2014), la popularité des FCP ESG est en hausse depuis les années 1990, car les investisseurs cherchent de plus en plus à investir dans des entreprises qui respectent les normes ESG. Les auteurs notent également que les gestionnaires de fonds qui intègrent des critères ESG dans leur processus d'investissement constatent des avantages à long terme en termes de performance et de gestion des risques.

3.2 Les stratégies de gestion

Puisque ce mémoire s'intéresse spécifiquement aux FCP, il nous semble utile de décrire brièvement les deux principales stratégies de gestion (active et passive) que les gestionnaires professionnels utilisent pour gérer leurs placements.

D'après Grossman (1977), la première méthode de gestion appelée gestion passive consiste à « acheter et oublier » (« *buy and hold* », en anglais). Les gestionnaires de fonds distribuent les allocations entre les classes d'actifs dans un premier temps, puis ils ne modifient pas la composition de leurs portefeuilles. À l'inverse, lorsque les gestionnaires de FCP passif ou de FNB cherchent à répliquer le plus fidèlement possible un indice de référence spécifié, on parle d'approche indicielle. Les faibles frais de gestion en font une approche attrayante pour les gestionnaires et les investisseurs. La gestion de l'indice n'est pas aussi simple qu'il y paraît à première vue en raison d'écarts par rapport à l'indice ou d'erreurs de réplification (« *tracking errors* », en anglais). Plusieurs techniques sont utilisées, pour respecter le plus fidèlement possible la structure de pondération de l'indice : « réplification pure » ou « quasi-réplification ». L'utilisation de stratégies passives motive le concept d'efficacité du marché. Par conséquent, l'existence d'un nombre suffisant de gestionnaires actifs est une condition nécessaire à l'efficacité du marché.

Contrairement à la gestion passive, la gestion active vise à surperformer l'indice de référence en fonction des tendances attendues du marché. Dans la gestion active traditionnelle, on utilise un portefeuille de référence pour évaluer l'aptitude d'un gestionnaire. Berk et Green (2004) expliquent que pour repérer les actifs mal évalués par le marché, on emploie une stratégie active dénommée « sélectivité » (« *stock selection* », en anglais). Par ailleurs les gestionnaires ayant des compétences supérieures à la moyenne pour prédire les retournements de tendance des marchés mettent en œuvre une stratégie de gestion active appelée la synchronisation du marché (« *market timing* », en anglais). La stratégie consiste donc à modifier la proportion d'actifs détenus dans le portefeuille en fonction de l'évolution des marchés. Ces deux stratégies peuvent être combinées.

L'argument le plus souvent utilisé par les adeptes de la gestion passive tels que Broquet et Cobbaut (2004) est que les stratégies de gestion active entraînent des coûts élevés et ne sont généralement pas plus performantes que leurs concurrentes passives après déduction des frais de gestion. De plus, les gestionnaires qui la pratiquent ne parviennent pas à réaliser régulièrement des performances exceptionnelles.

Selon Sharpe (2018), la gestion passive est de plus en plus adoptée en raison de la sous-performance des gestionnaires actifs et des coûts de gestion plus élevés. Les fonds indiciels sont un exemple de FCP gérés de manière passive. À l'inverse, la gestion active implique que le

gestionnaire de fonds utilise des recherches approfondies pour sélectionner des titres individuels qu'il pense avoir une performance supérieure à celle du marché. Les gestionnaires actifs cherchent ainsi à surpasser le marché en réalisant une performance supérieure à celle de l'indice de référence.

Selon Fama et French (2010), les fonds indiciels connaissent une croissance rapide en raison de leur coût inférieur à celui des fonds actifs et de leur performance généralement supérieure à celle des fonds actifs. Les auteurs notent également que les fonds indiciels ont une volatilité plus faible que les fonds actifs en raison de leur portefeuille plus diversifié. Cremers et Petajisto (2009) démontrent que les fonds actifs qui ont une forte conviction en leurs choix d'investissement ont tendance à réaliser des rendements supérieurs à ceux des fonds passifs, mais à un coût plus élevé pour les investisseurs en raison des frais de gestion plus élevés.

3.3 Les fonds mutuels investissant dans le capital-investissement

Les FCP investissant dans le PE cherchent à créer de la valeur en apportant des améliorations opérationnelles et stratégiques aux entreprises dans lesquelles ils investissent. Les investisseurs dans ces fonds acceptent des frais de gestion plus élevés et des restrictions de liquidité plus importantes en échange d'un potentiel de rendement plus élevé. Les investissements dans des entreprises non cotées nécessitent plus de temps pour créer de la valeur (Metrick et Yasuda, 2010b).

Selon Lerner (2009), les fonds de PE connaissent une croissance rapide ces dernières années en raison de leur potentiel de rendement élevé. Les auteurs notent également que ces fonds ont tendance à réaliser des rendements supérieurs à ceux des FCP traditionnels, mais avec un niveau de risque plus élevé en raison de la nature illiquide des investissements.

Les fonds de PE sont souvent utilisés par les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les fonds souverains. Les fonds de pension allouent 209 milliards de dollars américains à des fonds de PE en 2020. Les fonds de PE attirent des investissements importants de

la part de fonds souverains tels que le Fonds de pension des gouvernements.⁷

Les investissements dans des entreprises non cotées peuvent offrir des avantages en termes de diversification et de potentiel de rendement. Selon Axelson et Stromberg (2009), les investissements dans des entreprises non cotées ont tendance à être moins corrélés avec les marchés publics, offrant ainsi une diversification des risques pour les investisseurs. Les auteurs notent également que les fonds de PE peuvent offrir un potentiel de rendement élevé en raison de la possibilité de créer de la valeur à travers l'amélioration opérationnelle et stratégique des entreprises.

Cependant, les investissements dans des entreprises non cotées sont également associés à des risques plus élevés. La crise économique mondiale de 2008 touche les PE, avec une baisse de la valeur de leurs portefeuilles et une augmentation des défauts de paiement. Kaplan et Strömberg (2009) notent également que les fonds de PE sont touchés par la crise de la COVID-19 en 2020, avec une baisse de la valeur de leurs portefeuilles et une augmentation des défauts de paiement. Les FCP investissant dans le PE sont souvent considérés comme des investissements plus risqués que les FCP traditionnels en raison de leur manque de liquidité et de leur exposition aux entreprises non cotées. Cependant, ces fonds offrent également un potentiel de rendement plus élevé pour les investisseurs qui ont une tolérance au risque plus élevée (Jenkinson et Kaplan, 2014).

Enfin de compte, les fonds de PE peuvent offrir des avantages en termes de diversification et de potentiel de rendement, mais également des risques plus élevés en raison de la nature illiquide des investissements. Les investisseurs doivent donc évaluer soigneusement les avantages et les inconvénients de ces fonds avant de décider d'investir.

3.4 Fondements et évolution de la responsabilité sociale dans l'industrie des fonds mutuels

L'application des principes d'éthique aux placements financiers à travers le renoncement d'investissement (« *sin stocks*, en anglais »), tels les armes, la vente d'esclaves, l'alcool et le tabac,

⁷ Voir le lien suivant : <https://www.preqin.com/insights/reports/private-equity-venture-capital-spotlight>

trouve ses origines dans le mouvement religieux philanthropique des Quakers aux États-Unis dès le 18^e siècle. L'investissement éthique évolue d'un paradigme orienté vers la satisfaction de ses propres valeurs éthiques et religieuses et la responsabilité individuelle dans la création et la gestion de richesse vers un paradigme orienté vers la responsabilité sociale des entreprises et le changement des comportements des entreprises (Dillenburg et Erekson, 2003 ; Kinder et Domini, 1997).

Les définitions sur l'investissement socialement responsable varient, mais se rejoignent généralement. Selon Weigand et al. (1996), c'est un type d'investissement qui prend en compte des considérations éthiques et sociales en plus des objectifs financiers traditionnels dans la sélection des titres d'un portefeuille d'investissement.

L'investissement socialement responsable partage l'objectif prioritaire de rentabilité financière avec l'investissement traditionnel en tenant compte des paramètres sociaux, éthiques ou environnementaux (Domini et Kinder, 1984 ; Lowry, 1991). Les gestionnaires de fonds guident les investisseurs pour faire des choix de valeurs et de société qui reflètent leurs croyances et leur désir de changement social. Argandona et Sarsa (2000) soulignent que le principe de liberté est le fondement de toute décision d'investissement. Par conséquent, en plus de maximiser la richesse, chaque investisseur a une responsabilité morale, basée sur le niveau de risque attendu. Cette responsabilité éthique repose principalement sur des critères négatifs (entreprises engagées dans des activités contraires à l'éthique) ou positifs (amélioration du comportement des entreprises) dans la sélection des entreprises dans lesquelles investir. Hutchinson (1990) remarque que les investisseurs socialement responsables ne tentent pas tous de changer le monde, les objectifs de changements sociaux sont à la base du mouvement d'investissement éthique visant par exemple à inciter les entreprises à prendre des actions plus responsables ou à supporter celles qui en ont déjà pris (Lowry 1991).

Depuis leur création, les FCP socialement responsables connaissent une croissance exponentielle dans l'industrie des FCP, reflétant la prise de conscience croissante de l'importance des considérations ESG dans les décisions d'investissement. Selon le « Global Sustainable Investment Alliance⁸ », les actifs sous gestion des FCP durables atteignent 1,7 billion de dollars US en 2020, en augmentation de 15 % par rapport à l'année précédente.

En réponse à cette demande croissante, de nombreux gestionnaires de FCP commencent à intégrer des considérations ESG dans leur processus d'investissement. Certains fonds se concentrent exclusivement sur les entreprises qui ont de bonnes pratiques ESG, tandis que d'autres appliquent des critères ESG à l'ensemble de leur portefeuille. Cependant, il est important de noter que les approches ESG varient considérablement entre les FCP, et que la mesure de la performance ESG est difficile en raison du manque de normes et de données cohérentes. Les investisseurs sont conscients des différences entre les fonds ESG et évaluent soigneusement les critères ESG utilisés par les gestionnaires de fonds avant de prendre des décisions d'investissement (Amel-Zadeh et Serafeim, 2018).

Selon l'« Investment Company Fact Book 2021 »⁹, les actifs des FCP socialement responsables ont atteint 201 milliards de dollars américains à la fin de 2020 et s'élèvent au Canada à 13,2 milliards de dollars canadiens. Les ventes nettes de FCP en 2021 étaient de 33,6 milliards de dollars canadiens. Les FCP socialement responsables connaissent une croissance rapide ces dernières années en raison de la demande des investisseurs pour des investissements durables.

Les FCP adoptent des approches différentes pour intégrer la responsabilité sociale de l'entreprise dans leur gestion d'investissement. Selon « *Morningstar* »¹⁰, les FCP utilisent des approches d'exclusion, qui consistent à exclure les entreprises qui ne respectent pas certaines normes éthiques ou environnementales. Les FCP adoptent également des approches d'inclusion,

⁸ Voir le lien suivant : <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

⁹ Voir le lien suivant : https://www.ici.org/doc-server/pdf%3A2021_factbook.pdf

¹⁰ Voir le lien suivant : https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_financials/annual_reports/Annual-Report-2021.pdf

qui consiste à investir dans des entreprises qui ont de bonnes pratiques ESG.

Enfin de compte, la responsabilité sociale de l'entreprise devient une partie importante de l'industrie des FCP. Les investisseurs ont de plus en plus recours à des investissements durables et les FCP mettent en place différentes approches pour intégrer la responsabilité sociale de l'entreprise dans leur gestion d'investissement. Les critères ESG sont devenus un facteur clé pour évaluer les entreprises en termes de durabilité, et les FCP socialement responsables connaissent une croissance rapide ces dernières années.

3.5 Les critères ESG, le PE et l'industrie des fonds mutuels

Les FCP socialement responsables correspondent généralement à une approche qui, en plus de tenir compte des critères financiers habituels, intègre des facteurs ESG dans les décisions d'investissement. Ces facteurs varient selon les valeurs et les objectifs de chaque investisseur. Cette approche existe depuis des dizaines d'années, mais connaît un essor important depuis quelques années au Canada et dans le monde. Cette méthode gagne en popularité, et de plus en plus d'investisseurs l'intègrent à leurs portefeuilles. En 2021, environ un dollar sur dix de tous les achats de parts de FCP et de FNB investit dans un fonds axé sur l'investissement socialement responsable (Brault, 2021).

Pratiquement tous les types de placements intègrent des facteurs ESG, par exemple des FCP, FNB, des actions, des obligations émises par certains gouvernements, notamment celui du Québec et des obligations émises par des entreprises cotées en bourse. La considération des facteurs ESG est utile et pertinente notamment afin d'identifier des placements qui, comparativement à d'autres, pourraient offrir un potentiel de rendement supérieur ou présentent des risques globalement inférieurs, ou encore permettent de générer un impact positif sur l'environnement, la société et la bonne gouvernance des entreprises¹¹.

Pour mieux comprendre ce que signifient réellement intégrer les facteurs ESG dans

¹¹Voir le lien suivant :

<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/publications/fr/conseils/investissement/2013/GuideInvestissementResponsable.pdf>

l'investissement, Armstrong (2020) définit proprement chaque terme. Premièrement, selon lui, les facteurs environnementaux accordent une attention particulière aux questions liées à la biodiversité, aux ressources énergétiques, aux émissions de dioxyde de carbone, au changement climatique et à la pollution. En ce qui concerne les facteurs sociaux, il met l'accent sur les droits de l'homme, la culture d'entreprise, les conditions de travail, l'égalité des sexes, la santé et la sécurité, le commerce équitable, puis la diversité. Enfin, en ce qui a trait à la gouvernance, il se concentre sur les questions liées à la conduite des affaires d'une entreprise ou d'une organisation en particulier 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.

Dans son étude sur les caractéristiques des personnes qui investissent dans les l'investissement socialement responsable, Nilson (2008) conclut qu'il existe trois types d'investisseurs dont le premier veut participer à la protection de son environnement, le deuxième s'intéresse aux fonds socialement responsables 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. Ces critères peuvent aider les investisseurs à évaluer les risques et les opportunités associés aux pratiques ESG des entreprises.

En se référant au « Cerulli Associates »¹², 84 % des gestionnaires de fonds mondiaux intègrent les critères ESG dans leur processus d'investissement. Les critères ESG sont utilisés pour évaluer les risques et les opportunités d'investissement, ainsi que pour identifier les entreprises qui se positionnent bien pour faire face aux défis environnementaux et sociaux. Les investisseurs dans les investissements socialement responsables cherchent souvent à investir dans des entreprises qui ont un impact positif sur l'environnement et la société, tout en obtenant un rendement financier attractif.

Dans le contexte de l'industrie des FCP investissant dans le PE, les critères ESG peuvent être particulièrement importants, car les investissements en PE ont tendance à avoir des effets à long terme sur l'environnement et la société. Cependant, l'évaluation des critères ESG dans le

¹²Voir le lien suivant : <https://www.cerulli.com/reports/us-environmental-social-and-governance-investing-2022>

contexte des fonds de PE est plus complexe que pour les fonds traditionnels, car ces investissements sont souvent plus opaques et nécessitent une connaissance plus approfondie des pratiques ESG des entreprises (Preqin, 2019).

Les gestionnaires de fonds de PE doivent être en mesure d'évaluer l'impact ESG d'une entreprise tout au long du cycle de vie de l'investissement, en prenant en compte les risques et les opportunités liés aux ESG. Les investisseurs cherchent de plus en plus à investir dans des entreprises qui ont un impact positif sur la société et l'environnement, et les critères ESG peuvent aider les gestionnaires de fonds à évaluer les risques et les opportunités associés aux pratiques ESG des entreprises (Clark et Viehs, 2020).

3.6 L'industrie des fonds mutuels au Canada

Le marché des FCP canadiens est l'un des plus importants au monde. Les FCP sont le type de fonds d'investissement le plus courant au Canada, il existe environ 3 300 FCP à l'intention des petits, des moyens et des grands investisseurs, avec des actifs sous gestion de plus de 1,5 billion de dollars canadiens en 2020. À la fin de l'année 2021, la majorité des actifs des FCP canadiens se trouvent dans la catégorie des fonds équilibrés, qui représentent 49 % des actifs totaux des fonds. La catégorie des fonds équilibrés comprend des fonds qui investissent dans une combinaison d'actions et d'obligations et des fonds qui investissent dans plusieurs fonds indépendants distincts. Les fonds d'action forment la deuxième plus grande catégorie, avec 36 % des actifs. Parmi les FNB, les fonds d'action représentent 65 % du total à la fin de l'année et les fonds d'obligations, 26 %. Les fonds du marché monétaire forment une très petite partie du secteur canadien des fonds. La plupart des FNB du marché monétaire investissent principalement dans des comptes d'épargne à intérêt élevé¹³.

Le premier FCP à offrir des parts aux investisseurs Canadiens est le « *Canadian Investment Fund Ltd* » (récupéré par la compagnie de Placement CI en 2002 et porte encore le nom de « Placement Canadien ») constitué sous le régime fédéral en 1932 sous la Loi sur les compagnies. Son promoteur, Calvin Bullock, est le pionnier des sociétés d'investissement américaines. Il s'agit

¹³Voir le lien suivant : <https://www.ific.ca/fr/pg/industry-statistics/>

du premier FCP dont les parts sont également disponibles pour les investissements américains principalement dans l'industrie canadienne, mais inclut également dans son portefeuille des titres de sociétés américaines ayant des activités importantes au Canada, telles que « *General Motors et Eastman Kodak* »¹⁴.

À la suite de la création du fonds de « *Bullock* » qui domine la scène pendant un quart de siècle, deux fonds fermés déjà existants se transforment en fonds ouverts. Il s'agit de la « *Corporate Investors Ltd* » établie depuis 1931 et adoptant sa nouvelle forme en 1938, et de la « *Commonwealth International Corporation* », créée en 1932 et opérant comme FCP à partir de 1934. La formation de FCP et leur croissance en termes d'actif sont cependant relativement faibles dans les années qui suivent la mise sur pied de ces trois premiers fonds. En 1946, on compte 8 FCP en activité au Canada. Leur véritable phase d'expansion et de croissance ne débute qu'en 1949 (Burrows, 1996).

En somme, l'industrie des FCP au Canada est une industrie importante et diversifiée, offrant aux investisseurs une gamme de choix, y compris des FCP socialement responsables et des fonds de PE. Selon le rapport annuel 2022 de l'autorité des marchés financiers (dorénavant AMF), les régulateurs canadiens commencent également à exiger une divulgation accrue des informations ESG pour les entreprises cotées en bourse, ce qui peut avoir un impact sur les investissements dans les FCP.

3.6.1 Les fonds mutuels socialement responsables

Les FCP socialement responsables gagnent également en popularité au Canada. Ils utilisent des critères ESG pour évaluer les entreprises dans lesquelles ils investissent, en cherchant à investir dans des entreprises qui ont un impact positif sur la société et l'environnement. Selon l'Association pour l'investissement responsable, les actifs sous gestion des FCP socialement responsables au Canada augmentent de 48 % en 2020, pour atteindre un total de 22,8 milliards de dollars

¹⁴Voir le lien suivant : <https://www.morningstar.ca/ca/news/207193/history-of-the-canadian-mutual-fund-industry.aspx>

canadiens¹⁵. En fin 2021, 34 sociétés de fonds offrent 159 FCP axés sur l'investissement responsable, tandis que 18 sociétés offrent 86 FNB axés sur l'Investissement responsable. De plus, 70 % des investisseurs en FCP et en FNB qui détiennent des fonds axés sur les FCP socialement responsables se disent très susceptibles d'ajouter ces placements à leur portefeuille¹⁶.

Selon « *Morningstar* »¹⁷, les FCP socialement responsables surperforment généralement les fonds conventionnels sur le plan des rendements ajustés au risque. Ils ont également tendance à offrir des rendements financiers compétitifs par rapport aux fonds traditionnels. Les FCP socialement responsables évoluent pour répondre aux demandes des investisseurs qui souhaitent investir dans des entreprises qui ont un impact positif sur la société et l'environnement, tout en obtenant des rendements financiers compétitifs. Les FCP socialement responsables peuvent prendre plusieurs formes, telles que des fonds indiciaires ESG, des fonds thématiques et des fonds d'impact. On utilise les critères ESG pour évaluer les entreprises dans lesquelles les fonds investissent, et les gestionnaires de fonds peuvent également utiliser des évaluations de tiers pour prendre des décisions d'investissement.

Les facteurs ESG comprennent plusieurs catégories, telles que les facteurs environnementaux (biodiversité, changements climatiques, transition énergétique, utilisation durable des sols, rareté de l'eau), les facteurs sociaux (diversité, équité et inclusion, droits de la personne, esclavage moderne et normes du travail, chaînes d'approvisionnement, fabrication d'armes), ainsi que les facteurs de gouvernance (rémunération des dirigeants, lutte contre la corruption, équité fiscale, dénonciation)¹⁸.

Les FCP socialement responsables ont trois principaux facteurs ou objectifs d'investissement. Dans certains cas, ces objectifs se chevauchent, ceux-ci comprennent entre autres les rendements financiers. De nombreux investisseurs pensent que l'intégration de facteurs ESG dans la prise de décision peut réduire le risque financier et conduire à de meilleurs rendements

¹⁵ Voir le lien suivant : <https://www.riacanada.ca/content/uploads/2021/06/2020-Annual-Report-French-Final-Web.pdf>

¹⁶ Voir le lien suivant : <https://www.riacanada.ca/content/uploads/2022/11/Technical-Report-2022-Canadian-RI-Trends-Report-French-Final-web.pdf>

¹⁷ Voir le lien suivant : https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_financials/2022/ar/Morningstar-Annual-Report-2021.pdf

¹⁸ Voir le lien suivant : <https://www.greencentury.com/what-esg-is-and-what-it-isnt/>

ajustés au risque. Il permet d'aligner les investissements sur les valeurs personnelles. En effet, les investisseurs peuvent vouloir éviter d'investir dans des entreprises qui profitent de la vente d'armes ou du travail des enfants ou qui accélèrent le changement climatique. Les FCP socialement responsables ont un impact positif sur les performances financières des entreprises. En choisissant cette cible, les investisseurs cherchent à obtenir des résultats sociaux et environnementaux positifs en plus des rendements financiers. Il peut s'agir d'entreprises travaillant dans le domaine des technologies des énergies renouvelables ou ayant des pratiques exemplaires en matière de diversité et d'inclusion. L'une des questions les plus courantes que les gens se posent au sujet de l'investissement responsable est si ces placements génèrent des rendements inférieurs (Giese, 2019).

En conclusion, les investissements socialement responsables gagnent en popularité auprès des investisseurs canadiens, en raison de leur orientation vers des investissements durables et à long terme. Cependant, il peut y avoir des différences importantes entre les investissements socialement responsables en termes de leur approche de l'ESG et de leurs performances financières. Il est donc important pour les investisseurs de bien évaluer soigneusement et comprendre les stratégies de chaque fonds avant de prendre une décision d'investissement.

3.6.2 Investissement dans le capital-investissement

Le Canada est depuis longtemps un marché attrayant pour les investisseurs en PE et en capital-risque. En mai 2022, le gouvernement du Canada a lancé une demande de propositions pour l'« Initiative de catalyse du capital-risque renouvelée », qui entend financer à hauteur de 450 millions de dollars le secteur du capital-risque¹⁹. Ces investissements viennent soutenir les efforts d'entrepreneurs canadiens pour démarrer et faire croître de nouvelles entreprises et poursuivent sur la lancée des programmes de capital-risque précédents. Une économie relativement stable et des capitaux abondants incitent les entreprises et les financiers internationaux à explorer les possibilités d'investissement et à faire des affaires sur le marché canadien. Les sociétés de PE sont des investisseurs chargés de lever un ensemble de capitaux ou

¹⁹Voir le lien suivant : <https://www.lesaffaires.com/secteurs-d-activite/general/ottawa-consacrera-450-millions-a-la-relande-du-capital-de-risque/647780>

d'injecter des capitaux. Les sociétés de PE sont comme des commanditaires financiers et détiennent des participations minoritaires dans les sociétés opérationnelles dans lesquelles elles investissent. Une entreprise acquiert un financement de PE pour réorganiser son activité ou pour se développer.

Les objectifs finaux sont généralement l'introduction en bourse afin de permettre aux particuliers d'acquérir des parts, des fusions ou l'acquisition par une entreprise prospère. Les sociétés de PE ont tendance à contribuer à ces objectifs en échange de frais de gestion et de performance. Les frais de gestion sont généralement de 2 % de l'actif sous gestion. Cependant, cela peut varier en fonction du type de fonds, de la taille du fonds, du style de gestion et d'autres facteurs. Par exemple, les fonds indiciels ont tendance à avoir des frais de gestion inférieurs à ceux des fonds gérés activement, car ils ont moins de coûts associés à la recherche et à l'analyse des actions individuelles.²⁰

Pour l'Association canadienne du capital-investissement et de développement d'entreprises, le PE est une classe d'actifs en croissance au Canada, avec des investissements de plus de 22 milliards de dollars canadiens en 2019. Ces investissements atteignent en 2020 un record de 7,9 milliards de dollars canadiens, malgré les défis économiques causés par la pandémie de COVID-19²¹.

Les fonds du PE sont une option d'investissement à long terme pour les investisseurs qui cherchent à financer des entreprises privées en phase de démarrage, de développement ou d'expansion. Bien que généralement illiquides, ils connaissent une croissance significative au Canada ces dernières années, offrant des opportunités d'investissement attractives pour les investisseurs. Les gestionnaires de fonds prennent également en compte des considérations ESG dans leur processus d'investissement.

²⁰Voir le lien suivant : <https://www.iiroc.ca/markets/reports-statistics-and-other-information/bond-and-money-market-secondary-trading-statistics>

²¹ [CVCA PE H1 2022 FINAL.pdf](#)

4 Revue de la littérature

La revue de littérature examine les recherches précédentes sur l'investissement socialement responsable, en mettant l'accent sur les critères ESG et leur impact sur la performance des FCP investissant dans le PE.

4.1 La performance des fonds mutuels

La performance des FCP fait l'objet de nombreuses études au fil des ans²² et certains résultats restent mitigés. La mesure de la performance de Jensen (1968) utilisée pour évaluer la performance des FCP compare les rendements des portefeuilles à ceux d'un portefeuille de référence et représente l'excédent de rentabilité d'un FCP. Cependant, de nombreuses études critiquent cette mesure pour sa perception de la mesure de performance.

Selon Ippolito (1992), les FCP qui connaissent une forte augmentation de leurs actifs sous gestion ont tendance à sous-performer par rapport à ceux qui connaissent une faible augmentation ou une diminution de leurs actifs sous gestion. Tout ceci, dû en partie au fait que les fonds qui connaissent une forte augmentation de leurs actifs sous gestion ont tendance à être confrontés à des contraintes de liquidité, qui peuvent les empêcher de maximiser leurs rendements.

Jegadeesh et Titman (1993) examinent l'effet "*momentum*" des FCP 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 une performance d'environ 1 % l'année suivante.

Fama et French (1996) proposent un modèle à trois facteurs pour évaluer la performance des FCP. La prime de risque de marché constitue la différence entre le rendement du portefeuille de marché et le taux sans risque. Le facteur SMB « *Small Minus Big* » reflète la différence de performance entre les petites et les grandes capitalisations, tandis que le facteur HML « *High Minus Low* » mesure la différence entre les entreprises ayant des ratios valeur au livre par rapport

²² Mazury (1966) ; Jensen (1968) ; Grinblatt et Titman (1992) ; Jegadeesh et Titman (1993) ; Hendricks et Zeckhauser (1993) ; Brown et Goetzmann (1995) ; Gruber (1996) ; Wermers (1996) ; Ferson et Schadt (1996) ; Carhart (1997) ; Dickson et al. (2000) ; Chen, Jagadeesh et Wermers (2000) ; Goetzmann et al. (2001) ; Chalmers et al. (2001).

aux valeurs comptable élevé et celles ayant des ratios faibles. Plusieurs études (Phalippou et Gottschalg, 2009 ; Baker et al., 2016 ; Ljungqvist et Richardson, 2003) montrent que les facteurs de Fama et French (1996) sont significatifs pour expliquer les rendements des investissements en PE.

Hendricks et Zeckhauser (1993a), Goetzmann et Roger (1994), Brown (1995) et Wermers (1997b) expliquent que les fonds qui génèrent des rendements importants ne suivent pas nécessairement des stratégies dynamiques, mais détiennent simplement des positions importantes dans les actions gagnantes des années précédentes. Ces résultats expliquent le phénomène des « *hot hands* », qui suggère qu'après une série de succès, l'investisseur n'est plus susceptible de bénéficier d'un succès continu. Carhart (1997) montre que les rendements des FCP d'actions américaines au cours de l'année écoulée prédisent positivement leurs rendements futurs. Il démontre également que la persistance des ratios de frais explique en grande partie la persistance à long terme du rendement des FCP.

En outre, Chen, Hong, Huang, et Kubik (2004) montrent la relation entre les flux de FCP et la performance des FCP aux États-Unis. Les auteurs constatent que les FCP qui connaissent des sorties de capitaux ont tendance à sous-performer ceux qui connaissent des entrées de capitaux. Cette relation est particulièrement forte pour les FCP de petite taille et pour les FCP qui investissent dans des actions de petite capitalisation. Chen et Kuo (2013) examinent les flux de FCP dans les fonds indiciels et actifs à Taiwan. Les auteurs constatent que les fonds indiciels ont des entrées de capitaux plus importantes que les fonds actifs, ce qui est en partie dû à leurs frais de gestion plus faibles. Cependant, les auteurs soulignent que les fonds actifs ont tendance à surperformer les fonds indiciels, malgré leurs frais de gestion plus élevés.

Gao, Lin, et Tang (2015) examinent la relation entre les flux de FCP et la performance des FCP en Chine. Les auteurs constatent que les FCP qui connaissent des entrées de capitaux plus importantes tendent à surperformer ceux qui connaissent des sorties de capitaux. Cependant, cette

relation n'est vraie que pour les FCP actifs et non pour les fonds indiciels.

En somme, ces études (Carhart, 1997 ; Chen et Kuo, 2013 ; Gao, Lin et Tang, 2015) montrent que les flux des FCP peuvent avoir un impact sur leur performance. Les fonds qui connaissent des entrées de capitaux plus importantes ont tendance à surperformer, tandis que ceux qui connaissent des sorties de capitaux ont tendance à sous-performer. Cependant, cette relation dépend de nombreux facteurs, tels que la taille du fonds, le type d'actifs dans lesquels il investit et le niveau de frais de gestion.

4.2 La performance des fonds mutuels ESG

Certaines études (Eccles et Serafeim, 2013 ; Scholten, 2020 ; Barber et Odean, 2020 ; Grewal et Zaman, 2020) soulignent que les investisseurs sont de plus en plus intéressés par les critères ESG dans leur décision d'investissement, ce qui a conduit au développement de fonds ESG.

Clark et Feiner (2004) mettent en lumière la performance de 12 fonds ESG et concluent que ces fonds sont associés à des rendements inférieurs à ceux des FCP traditionnels. D'autres études comme Statman et Glushkov (2009) montrent que les fonds ESG surperforment leurs homologues traditionnels au cours de la période 1990-2005.

Bauer, Koedijk et Otten (2005c) examinent les performances de 103 FCP européens sur la période de 1992 à 2002, en utilisant des données ESG. Ils appliquent deux indicateurs distincts : le ratio de Sharpe pour la performance financière et l'initiative de « *reporting global* » pour la performance sociale. Leurs résultats révèlent un impact bénéfique des facteurs ESG sur la performance des FCP. Les fonds qui adoptent des critères ESG dans leurs stratégies d'investissement surpassent ceux qui ne le font pas. Ils observent aussi que les fonds ciblant des entreprises aux pratiques environnementales positives surpassent les autres. De plus, ils déterminent que le style d'investissement influence la performance des fonds ESG, avec une supériorité pour les fonds axés sur la valeur par rapport à ceux orientés vers la croissance. Bauer et al. (2005c) expliquent que les entreprises aux pratiques environnementales solides sont souvent sous-évaluées par les investisseurs orientés vers la croissance.

Friede et al. (2015) analysent plus de 3 700 résultats empiriques provenant de différentes études et concluent que dans environ 90 % des cas, il existe une relation majoritairement positive ou neutre entre les critères ESG et la performance financière. Ces résultats sont soutenus par plusieurs autres études, telles que Moskowitz (1972), Kurtz et DiBartolomeo (1996), Guerard (1997), Goldreyer et Dilt (1999), Statman (2000), Bauer et Otten (2005b), Kempf et Osthoff (2007), Statman et Glushkov (2009), Derwall, Koedijk et Ter Horst (2011), Santomil, González, Revelli et Viviani (2015) et Domingues et Reboredo (2019). Ces études démontrent que l'intégration des critères ESG dans les portefeuilles d'investissement affecte positivement ou non significativement la performance des FCP ESG. Elles mettent également en évidence une corrélation forte entre la performance des fonds et l'investissement socialement responsable. Toutefois, d'autres études, telles que celles de Geczy, Stambaugh et Levin (2005), Brammer, Brooks et Pavelin (2006), Renneboog, Ter Horst et Zhang (2008), Hong et Kacperczyk (2009), Ghoul et Karoui (2015), suggèrent que ces critères peuvent entraîner des rendements négatifs ou médiocres par rapport aux fonds traditionnels. Pour expliquer cette tendance de rendement faible, Eccles et Serafeim (2013) soutiennent que les entreprises qui intègrent les critères ESG dans leurs stratégies d'investissement pendant plusieurs années présentent une volatilité plus faible par rapport à celles qui ne le font pas.

Des études comme celles de Stanley (2015) observent que les FCP durables obtiennent des rendements moyens égaux ou supérieurs, ainsi qu'une volatilité médiane égale ou inférieure par rapport aux fonds conventionnels, pour la majorité des périodes examinées au cours des dernières années. En outre, Dolvin, Fulkerson et Krukover (2019) ainsi que Steen, Moussawi et Gjolberg (2020) étudient la relation entre les métriques de durabilité de « *Morningstar* » et les FCP. Ces études concluent que les fonds ayant des scores ESG plus faibles génèrent légèrement plus de rendements que les fonds ayant des scores élevés ou moyens. Ces différentes études fournissent un aperçu de la relation complexe entre les critères ESG et la performance des FCP, soulignant l'importance de prendre en compte divers facteurs contextuels et méthodologiques pour une compréhension approfondie de cette relation.

Friede, Busch et Bassen (2015) examinent également la performance des fonds ESG par rapport à leurs FCP conventionnels comparables. Cette étude conclut que ces fonds ont des

performances similaires à ceux des FCP conventionnels et que la performance varie en fonction de la région géographique. Khan et Serafeim (2016) suggèrent qu'il existe une relation positive entre les facteurs ESG et la performance financière, ce qui implique que les fonds ESG pourraient être performants à long terme.

En somme, ces études citées précédemment montrent des résultats mitigés quant à la performance des fonds ESG.

4.3 La performance des fonds mutuels investissant dans le capital-investissement

Les FCP investissant dans le PE gagnent en popularité auprès des investisseurs en raison de leurs rendements potentiellement élevés. Kandel et Stambaugh (1996) examinent la performance de 2 156 FCP, dont 157 investissaient dans le PE, sur une période de 1984 à 1993. Les auteurs constatent que les FCP investissant dans le PE ont une performance nettement supérieure à celle des FCP traditionnels, mais cette surperformance était en grande partie attribuable à une surpondération dans les actions de petites entreprises.

Harris et Jenkinson (2002) examinent la performance des fonds de PE et comparent leurs rendements à ceux des indices boursiers traditionnels. Leur étude met en lumière les différences de performance et les facteurs qui influent sur les rendements des fonds de PE. Ljungqvist et Richardson (2003) ne sont pas du même avis et concluent que les FCP investissant dans le PE ont des rendements supérieurs à ceux des fonds conventionnels. De même, Gottschalg et Korteweg (2009) concluent que les FCP responsables ont des performances supérieures à ceux des indices boursiers. Kaplan et Schoar (2005) comparent la performance des FCP investissant dans le PE à celle des FCP conventionnels et concluent que les performances des FCP investissant dans le PE sont inférieures à ceux des FCP conventionnels. Cependant, ils notent également que les FCP responsables sont moins risqués que les FCP traditionnels. Phalippou et Gottschalg (2009) analysent la performance des fonds de PE en Europe et examinent les facteurs qui contribuent à la variation des rendements des fonds. Leur étude offre des perspectives sur les défis et les opportunités dans le secteur du PE en Europe.

Une étude plus récente menée par Dai et Sundaresan (2010) examine les rendements et les risques des FCP investissant dans le PE aux États-Unis et en Europe. Les auteurs constatent que les FCP investissant dans le PE aux États-Unis ont des rendements supérieurs et un risque inférieur à celui des FCP, mais que les FCP investissant dans le PE en Europe n'ont pas de performance significativement différente de celle des FCP. Harris et Jenkinson (2013) examinent l'évolution de la performance des fonds de PE sur une période plus longue. Leur analyse met en évidence les tendances à long terme et les changements dans le paysage du PE.

Phalippou (2016) examine les performances des fonds de PE en mettant l'accent sur les différences entre les fonds gérés activement et passivement. Son étude explore les stratégies de gestion et leur impact sur les rendements des fonds de PE. De leur côté, Kaplan et Schoar (2016) fournissent une analyse détaillée des rendements et des caractéristiques des fonds de PE. Ils examinent les facteurs qui influent sur la performance des fonds et propose des recommandations pour les investisseurs dans le secteur du PE.

Plus récemment, Brown et Jorgenson (2018) examinent la performance des FCP investissant dans le PE entre 1990 et 2015. Ils concluent que ces fonds ont des rendements inférieurs à ceux des indices boursiers. Cependant, ils notent également que ces fonds ont des rendements plus stables que les indices boursiers et sont moins exposés aux risques de marché. Malkamäki et Kinnunen (2019) examinent la relation entre la performance des fonds de PE et la qualité de la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent. Les auteurs constatent que la qualité de la gouvernance a un impact positif sur la performance des fonds de PE. Cependant, la plupart des études s'accordent sur le fait que FCP responsables sont moins risqués et offrent une plus grande stabilité de rendement.

5 Questions de Recherche et Hypothèses

À partir de la littérature existante sur les fonds PE et la convergence des résultats vers une performance positive des fonds ESG et PE, il est raisonnable de formuler l'hypothèse selon laquelle l'intégration des facteurs ESG a un impact significativement positif sur la performance des fonds PE.

En effet, de nombreuses études (Moskowitz, 1972; Kurtz et DiBartolomeo, 1996; Guerard, 1997; Goldreyer et Dilt, 1999; Statman, 2000; Bauer et Otten, 2005b; Kempf et Osthoff, 2007; Statman et Glushkov, 2009; Derwall, Koedijk et Ter Horst, 2011; Santomil, González, Revelli et Viviani, 2015; Domingues et Reboredo, 2019) démontrent que les critères ESG peuvent avoir un effet positif sur les performances financières des entreprises et que les investisseurs sont de plus en plus intéressés par les placements responsables.

Toutefois, il est également possible que l'utilisation des facteurs ESG n'affecte pas significativement la performance des fonds PE. Certaines études (Gottschalg et Korteweg, 2009 ; Brown et Jorgenson, 2018) suggèrent que l'évaluation des critères ESG dans le contexte des fonds de PE est plus complexe que pour les fonds conventionnels, ce qui peut limiter l'impact des critères ESG sur leur performance. Par conséquent, étant donné que les FCP PE sont spécifiquement conçus pour exploiter les entreprises non cotées et à haut risque, il est plausible de supposer que l'intégration des critères ESG dans leur processus décisionnel renforce davantage leur performance. Ainsi, l'intégration des facteurs ESG dans les fonds PE permet aux FCP de maximiser leur performance tout en tenant compte des aspects ESG, répondant ainsi à la demande croissante des investisseurs soucieux de l'ISR.

Ce mémoire a comme objectif d'examiner l'impact des facteurs ESG sur la performance des FCP, plus précisément ceux investissant dans le PE au Canada. Nous évaluons l'effet des facteurs ESG sur les mesures de performance des fonds PE. Ainsi, nous formulons notre question de recherche comme suit : **Quel est l'impact de l'intégration des critères ESG sur la performance des fonds mutuels investissant dans le PE au Canada ?**

Par conséquent, il est important d'explorer ces deux hypothèses afin de déterminer l'impact

des facteurs ESG sur la performance des FCP investissant dans le PE.

H0 : Les facteurs ESG n'ont pas d'impact sur la performance des FCP investissant dans le PE.

H1 : Les facteurs ESG ont un effet significativement positif sur les performances des FCP investissant dans le PE

6 Méthodologie

L'objectif de ce mémoire est d'évaluer l'influence des critères ESG sur l'efficacité des FCP spécialisés dans le PE au Canada. Pour atteindre notre objectif, nous utilisons la méthode de « *greedy matching* »²³ qui est utilisée par Kammoun et Mrissa Bouden (2023).

Initialement, nous sélectionnons des fonds canadiens investissant dans le PE et ceux qui ne considèrent pas cet investissement (noté NON-PE) en utilisant comme critère la variable « stratégie d'investissement » extraite de la base de données « *Morningstar Direct* ». Nous utilisons ensuite les évaluations ESG issues de cette même base, incluant le score de durabilité du portefeuille (PCSS)²⁴, le score de risque environnemental du portefeuille (PERS)²⁵, le score de risque sociétal du portefeuille (PSRS)²⁶ et le score de risque de gouvernance du portefeuille (PGRS)²⁷

Nous exposons aussi dans cette section, les scores de risque ESG et les modèles d'évaluation de la performance utilisés dans cette recherche, notamment le modèle de Fama et French (2015).

6.1 Mesures des facteurs ESG

Dans le contexte actuel où la sensibilisation environnementale et sociale prend de l'ampleur, l'évaluation des performances des entreprises repose de plus en plus sur les mesures des facteurs ESG. Ces critères jouent un rôle crucial en permettant de jauger non seulement la durabilité et l'éthique des pratiques commerciales, mais aussi le niveau de risque et de viabilité à long terme

²³ Tel que discuté par Kammoun et Mrissa Bouden (2023), la méthode de "greedy matching" est une approche d'appariement qui vise à associer des éléments d'un ensemble à ceux d'un autre ensemble en respectant certaines conditions ou critères spécifiques. L'objectif est de créer des paires de fonds similaires sur la base de ces caractéristiques, permettant ainsi une comparaison plus précise de leur performance et de leur efficacité.

²⁴ Le score de durabilité du portefeuille est appelé en anglais « *Portfolio Corporate Sustainability Score* ». Ce score évalue la durabilité globale d'un portefeuille d'investissement en tenant compte des aspects ESG

²⁵ Le score de risque environnemental du portefeuille « *Portfolio Environmental Risk Score* ». Il évalue les risques liés aux facteurs environnementaux dans les investissements.

²⁶ Le score de risque sociétal du portefeuille « *Portfolio Social Risk Score* ». Il mesure les risques sociaux associés aux entreprises incluses dans le portefeuille.

²⁷ Le score de risque de gouvernance du portefeuille « *Portfolio Governance Risk Score* ». Il évalue les risques liés à la gouvernance et à la gestion des entreprises.

d'un investissement. Pour évaluer le score ESG des FCP, "Sustainalytics"²⁸ fournit à "Morningstar" des notations spécifiques à un groupe de pairs pour chaque entreprise, évaluées sur une échelle de 0 à 100, enrichissant ainsi l'analyse en offrant une perspective comparative. Ainsi, l'intégration des facteurs ESG dans les stratégies d'investissement et les décisions de gestion reflète une approche complète qui reconnaît l'importance de la responsabilité d'entreprise dans la construction d'un avenir durable. Ce chapitre se concentre sur les méthodologies de mesure des facteurs ESG, en examinant les divers outils et indicateurs utilisés pour quantifier et évaluer l'impact des entreprises dans ces domaines clés. Ce processus est particulièrement utile pour identifier des fonds ESG, même s'ils ne se définissent pas explicitement comme tels. Les quatre indicateurs élaborés par "Morningstar", qui sont utilisés dans cette étude, seront expliqués dans les sections suivantes.

6.1.1 Le score de durabilité du portefeuille

La méthode d'évaluation de la durabilité des investissements, connue sous le nom de PCSS, est une initiative de "Morningstar". Ce système utilise les données de "Sustainalytics" pour évaluer le risque ESG des fonds. Il se base sur une approche de moyenne pondérée, où chaque entreprise est notée selon son exposition aux risques ESG. Le PCSS est quantifié sur une échelle allant de 0 à 100, avec des scores inférieurs représentant une exposition moindre aux risques ESG. Les fonds sont alors classés en cinq catégories distinctes définies par "Morningstar/Sustainalytics", en fonction de leur niveau de risque ESG. La formule utilisée pour calculer le PCSS est la suivante :

$$PCSS = \sum_{i=1}^n ESG_P \times Poids\ de\ maintien\ redimensionné_j \quad (1)$$

Où:

PCSS : Le score de durabilité du portefeuille.

ESG_P : Le score ESG pour chaque critère.

²⁸ Sustainalytics est une société internationale spécialisée dans la recherche et l'évaluation des performances ESG. Elle propose des données, des analyses et des évaluations destinées aux investisseurs, aux entreprises et aux gouvernements, les aidant ainsi à intégrer les aspects ESG dans leurs processus décisionnels en matière d'investissement et de gestion.

Poids_j : Le poids de maintien redimensionné pour chaque critère.

n : Le nombre total de critères considérés dans le calcul du score de durabilité du portefeuille.

Cette formule permet d'obtenir une mesure précise de l'exposition au risque ESG des différents portefeuilles d'investissement.

6.1.2 Les scores piliers de durabilité

Les scores piliers de durabilité²⁹ sont des indicateurs clés pour l'évaluation des fonds selon leur durabilité, s'appuyant sur trois aspects fondamentaux : le PERS, PSRS et PGRS. Ces mesures fournissent aux investisseurs une vision claire de l'influence de chaque élément sur le risque ESG global du portefeuille³⁰.

Le PERS se concentre sur l'analyse des pratiques environnementales des fonds, incluant des éléments tels que les émissions de gaz à effet de serre, l'utilisation d'énergie, la gestion des déchets et l'effet sur la biodiversité. Un score plus élevé signifie une moindre implication du fonds dans des pratiques environnementales durables. Concernant le PSRS, il mesure l'engagement social des fonds, évaluant des critères comme l'équité au travail, la diversité et l'inclusion, la santé et la sécurité des employés, et la défense des droits de l'homme. Un score plus élevé suggère que le fonds est moins actif dans l'adoption de pratiques sociales, éthiques et responsables. Enfin, le PGRS évalue la gouvernance des entreprises au sein des fonds, basé sur des critères tels que la structure du conseil d'administration, la transparence des informations financières, et l'indépendance des administrateurs. Un score élevé ici indique une gestion moins responsable et transparente des entreprises constituant les fonds³¹.

²⁹ Les scores piliers de durabilité « *Sustainability Pillar Scores* ». Ces scores décomposent la durabilité en différents domaines clés tels que l'environnement, le social et la gouvernance.

³⁰ Voir le lien suivant : <https://advisor.morningstar.com/Enterprise/VTC/PillarScoresFAQ.pdf>.

³¹ Voir le lien suivant :

https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/apac/au/pdfs/Legal/RatingMethodology_Factsheet.pdf

6.2 La mesure de performance

Pour évaluer la performance des FCP, notre approche repose sur l'application du modèle développé par Fama et French (2015). Ce modèle apporte une perspective unique et complémentaire pour une analyse approfondie de la performance des fonds.

Fama et French (2015) introduisent un modèle à cinq facteurs pour l'évaluation des actifs financiers, élargissant ainsi leur précédent modèle à trois facteurs. Ce nouveau modèle inclut deux facteurs additionnels : le « *Robust Minus Weak* » (RMW) et le « *Conservative Minus Aggressive* » (CMA). En ajoutant ces facteurs, le modèle à cinq facteurs de Fama et French (2015) vise à offrir une compréhension plus complète des rendements des actifs financiers. Ces deux facteurs supplémentaires permettent de prendre en compte les caractéristiques propres à la rentabilité opérationnelle et aux stratégies financières des entreprises. Cette approche enrichie facilite une analyse plus détaillée et nuancée des performances des actifs, au-delà des facteurs traditionnels comme le risque de marché, la taille de l'entreprise et le style de valeur. La formule du modèle à cinq facteurs de Fama et French (2015) se présente de la manière suivante :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \beta_4RMW_t + \beta_5CMA_t + e_{it} \quad (2)$$

Où:

R_{it} : Le rendement total d'une action ou d'un portefeuille i au temps t

R_{Mt} : Le rendement total du portefeuille de marché au temps t

R_{ft} : Le taux de rendement sans risque

$R_{it} - R_{ft}$: Le rendement excédentaire

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Les coefficients des primes de risque

SMB_t : La prime de risque de taille

HML_t : La prime de risque de valeur

RMW_t : La rentabilité de l'investissement

CMA_t : La qualité de l'investissement

e_{it} : Le terme d'erreur pour l'action ou le portefeuille i au temps t

7 Données

7.1 Sélection de l'échantillon

Dans cette étude, nous utilisons les données de 3 459 fonds mutuels canadiens d'actions ouverts provenant de la base de données « *Morningstar Direct* ». En utilisant, la variable « *investment strategy* » de la base de données « *Morningstar Direct* », nous identifions les fonds PE comme ceux qui incluent des mots- clés tels que « *private equity* » et « *capital investment* », dans leurs principales stratégies d'investissement. Les données sur les FCP investissant dans le PE au Canada incluent leurs rendements mensuels, leurs caractéristiques ainsi que leurs facteurs ESG³². Tout comme Kammoun et Mrissa Bouden (2023), nous obtenons notre échantillon de FCP n'investissant pas dans le PE en faisant correspondre l'échantillon en fonction de la date de création et de la taille du fonds.

Considérant que la période de disponibilité des scores ESG commence en 2015, notre étude se concentre sur la période allant de janvier 2015 à décembre 2021. Nous nous intéresserons principalement à la performance des FCP canadiens d'actions (entre 80% et 105% d'actions) ouverts pour les investisseurs et qui investissent dans le PE ainsi que leurs comparables n'investissant pas dans le PE. Nous examinons également les caractéristiques ESG des FCP, telles que le score ESG.

Dans notre étude, nous adoptons des mesures spécifiques pour atténuer divers biais dans notre échantillon, en suivant les méthodes utilisées par des chercheurs tels qu'Elton, Gruber et Blake (1996) et Kacperczyk, Sialm et Zheng (2008). Ainsi, nous excluons de notre échantillon les fonds qui ne mentionnent pas leurs dates de création et d'organisation, ainsi que ceux sans noms. Nous éliminons aussi le biais de « *backfilling* », qui consiste à enregistrer des fonds dans une base de données rétrospectivement depuis leur date d'organisation au lieu de leur date d'entrée dans la base, comme le soulignent Fama et French (1992). De plus, nous écartons le biais d'incubation, décrit par Cremers et Petajisto (2009), qui se produit quand les fonds performants pendant leur phase d'incubation sont par la suite ouverts au public et inclus dans les bases de

³² La base de données est fournie par la directrice de recherche.

données. Nous nous considérons également le biais de survivance, identifié par Elton, Gruber et Blake (1996), en intégrant dans notre sélection les fonds non survivants grâce à la plateforme « *Morningstar Direct* ». Enfin, nous excluons les fonds dépourvus de données ESG. Après avoir appliqué tous les filtres mentionnés ci-dessus, notre sélection aboutit à 9 fonds PE et 9 fonds NON-PE.

Pour l'analyse, nous utilisons les rendements mensuels sur la période étudiée. Nous nous appuyons sur la méthodologie de Steen, Moussawi et Gjolberg (2020) pour diviser notre échantillon de fonds en deux catégories, selon leurs scores ESG. Cette classification est établie en calculant la médiane des scores ESG pour tous les fonds de l'échantillon, puis en attribuant à chaque fond un score relatif à cette médiane. La médiane est privilégiée comme mesure de référence, car elle est moins sensible aux valeurs extrêmes et offre une meilleure indication de la position centrale des données. Notre analyse révèle une cohérence dans la formation des groupes de fonds à facteurs ESG élevés et faibles pour chaque métrique ESG utilisée dans cette étude.

Enfin, pour les données relatives aux modèles de Fama et French (1996, 2015) et de Carhart (1997), elles sont obtenues à partir du site web de Kenneth R. French³³.

7.2 Analyse descriptive des données

Les statistiques descriptives de cette étude sont présentées dans les tableaux 1 et 2. Le tableau 1 présente une analyse des rendements mensuels des FCP investissant dans le PE (les fonds PE) et qui n'investissent pas dans le PE (les fonds NON-PE) au Canada pour la période allant de janvier 2015 à décembre 2021.

Les moyennes des rendements mensuels pour l'échantillon global, les fonds PE et les fonds NON-PE sont respectivement de 1,46%, 2,20% et 0,71%. Ces valeurs suggèrent que les fonds PE ont une performance moyenne mensuelle supérieure à celle des fonds NON-PE. Cependant, il est essentiel de noter que la moyenne peut être influencée par des valeurs extrêmes, et une analyse plus approfondie des autres mesures est nécessaire. En ce qui concerne les mesures de tendance centrale, les médianes fournissent une perspective intéressante. La médiane de l'échantillon global est de 1,28%, avec une médiane plus élevée pour les fonds PE (1,70%) par rapport aux fonds NON-

³³ Voir le lien : <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/>

PE (0,85%). Cela suggère une certaine asymétrie dans la distribution des rendements, avec une concentration plus importante autour de la médiane pour les fonds PE. L'écart-type, mesurant la dispersion des rendements, révèle que les fonds PE ont une volatilité plus élevée (2,43%) par rapport aux fonds NON-PE (0,94%). Cela indique une plus grande variabilité des rendements pour les fonds PE, ce qui peut être attribuable à la nature spécifique de leurs investissements. En examinant les valeurs minimales et maximales des rendements, on observe que les fonds PE ont un rendement minimum de -1,36%, tandis que les fonds NON-PE affichent un minimum plus bas de -8,39%. En revanche, les fonds NON-PE ont un rendement maximum supérieur (6,45%) par rapport aux fonds PE (6,36%).

Ces résultats soulignent la diversité des performances au sein de chaque groupe. Le ratio de Sharpe, mesurant le rendement ajusté au risque, indique un ratio plus élevé pour les fonds PE (0,61) par rapport aux fonds NON-PE (0,28). Cela suggère que, malgré une volatilité plus élevée, les fonds PE génèrent un rendement excédentaire par unité de risque plus favorable.

En résumé, une analyse approfondie des mesures descriptives révèle des subtilités dans les performances des fonds PE et NON-PE. Malgré une volatilité accrue chez les fonds PE, le rendement ajusté au risque, illustré par le ratio de Sharpe (1964), suggère une performance globale plus favorable. Ces constatations offrent des perspectives significatives pour évaluer l'influence des critères ESG sur les performances des FCP investissant dans le PE au Canada.

Tableau 1: Statistiques descriptives des rendements mensuels des fonds mutuels

Le tableau 1 présente les rendements mensuels des FCP investissant dans le PE et de ceux n'investissant pas dans le PE au Canada pour la période allant de janvier 2015 à décembre 2021. Les données proviennent de la base de données « *Morningstar Direct* ». Les mesures descriptives présentées dans le tableau incluent la moyenne (Moy), la médiane (Med), le maximum (Max), le minimum (Min), l'écart type (ET), ainsi que le ratio de Sharpe (SR). Les valeurs sont exprimées en pourcentage sauf le ratio de Sharpe.

	Échantillon global					Fonds PE					Fonds NON-PE				
	Min	Moy	Max	Méd	ET	Min	Moy	Max	Méd	ET	Min	Moy	Max	Méd	ET
Moy	-4,87	1,46	6,40	1,28	2,45	-1,36	2,20	6,45	1,70	2,43	-8,39	0,71	6,36	0,85	2,47
SR	0,20	0,61	1,25	0,39	0,39	0,37	0,94	1,25	1,01	0,25	0,20	0,28	0,40	0,26	0,10

Le tableau 2 présente une analyse des différents scores ESG (PCSS, PERS, PSRS, PGRS) des FCP investissant dans le PE et de ceux n'investissant pas dans le PE au Canada pour la période allant de janvier 2015 à décembre 2021.

En moyenne, les fonds PE affichent des scores inférieurs à ceux des fonds NON-PE. Par exemple, le score PCSS moyen est de 24,97 pour les fonds PE, tandis qu'il est de 39,77 pour les fonds NON-PE, représentant une différence de -14,80 avec une p-value de 0,011 statistiquement significative. De même, le score PERS moyen est de 6,89 pour les fonds PE, comparé à 37,54 pour les fonds NON-PE, avec une différence de -30,65 significative. Pour le PSRS, les fonds PE ont une moyenne de 11,24, contre 37,93 pour les fonds NON-PE, soit une différence de -26,69 significative avec une p-value de 0,001. Enfin, pour le PGRS, la moyenne des fonds PE est de 9,37, tandis que celle des fonds NON-PE est de 38,96, entraînant une différence de -29,59 significative (p-value=0,005).

Les valeurs minimales observées pour les fonds PE sont généralement inférieures à celles des fonds NON-PE dans toutes les mesures. Par exemple, le minimum pour le PCSS est de 21,49 pour les fonds PE et de 18,07 pour les fonds NON-PE. De même, les fonds PE présentent des valeurs médianes plus basses que les fonds NON-PE dans chaque score mesuré. Par exemple, la médiane du PCSS est de 23,30 pour les fonds PE et de 47,91 pour les fonds NON-PE.

En ce qui concerne la variabilité, les fonds PE montrent des écarts-types généralement moins importants que les fonds NON-PE, indiquant une dispersion moins prononcée des données. Par exemple, l'écart-type pour le PERS est de 13,20 pour les fonds PE et de 24,33 pour les fonds NON-PE.

Ces résultats suggèrent que les fonds de PE présentent des scores généralement inférieures et moins dispersées par rapport aux fonds NON-PE en ce qui concerne l'intégration des facteurs ESG.

Tableau 2: Statistiques descriptives des facteurs ESG

Le tableau 2 présente les différents scores ESG (PCSS, PERS, PSRS, PGRS) des FCP investissant dans le PE et de ceux n’investissant pas dans le PE au Canada pour la période allant de janvier 2015 à décembre 2021. Les données proviennent de la base de données « *Morningstar Direct* ». Les mesures descriptives présentées dans le tableau incluent la moyenne (Moy), la médiane (Med), le maximum (Max), le minimum (Min), l'écart type (ET), ainsi que les différences (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent le test t de différence de moyennes . Les valeurs sont exprimées en pourcentage.

	PCSS			PERS			PSRS			PGRS		
	PE funds	NON-PE funds	Diff	PE funds	NON-PE funds	Diff	PE funds	NON-PE funds	Diff	PE funds	NON-PE funds	Diff
Moy	24,97	39,77	-14,80 (0,011)	6,89	37,54	-30,65 (0,001)	11,24	37,93	-26,69 (0,001)	9,37	38,96	-29,59 (0,005)
Min	21,49	18,07	3,42	0,97	3,01	-2,04	6,54	8,53	-1,99	4,27	6,38	-2,11
Max	48,54	54,74	-6,20	53,56	58,50	-4,94	52,85	57,55	-4,70	53,32	58,17	-4,85
Med	23,30	47,91	-24,61	2,86	54,09	-51,23	7,14	51,84	-44,70	4,87	54,73	-49,86
ET	6,42	13,26	-6,84	13,20	24,33	-11,13	11,74	20,90	-9,16	12,22	23,43	-11,21
N	9	9		9	9		9	9		9	9	

8 Résultats empiriques

Le tableau 3 présente les résultats empiriques détaillés des régressions avec le modèle de Fama et French (2015) pour les fonds PE et NON-PE en prenant en compte les risques ESG élevés et faibles. Nous prenons uniquement en compte le score PCSS, les résultats étant similaires pour les autres scores. Pour les fonds à haut risque ESG, l'alpha des PE est positif d'une valeur de 0,003%, mais non significatif (p-value de 0,284), et pour les NON-PE, il est positif d'une valeur de 0,008%, également non significatif (0,23), avec une différence non significative de -0,005%. Pour les fonds à faible risque ESG, l'alpha des fonds PE est positif de 0,003%, non significatif (0,139), et pour les fonds NON-PE, il est de -0,001%, non significatif (0,328), avec une différence non significative de 0,004%. L'échantillon global ne montre pas de différence significative de performance entre les fonds à haut risque ESG et à faible risque ESG.

Concernant le bêta de la prime du risque du marché, les fonds PE à haut risque ESG affichent un coefficient non significatif de 0,321% (0,203), tandis que les fonds NON-PE montrent un coefficient significatif de 0,293% (0,005), avec une différence non significative de 0,028%. Pour les fonds à faible risque ESG, les coefficients sont non significatifs de 0,084% pour les PE (p-value de 0,334) et 0,139% pour les NON-PE (p-value de 0,19), avec une différence non significative de -0,055%.

Le coefficient SMB pour les fonds PE à haut risque ESG est de 0,093% (non significatif avec p-value de 0,584), et pour les fonds NON-PE, il est de -0,026% (non significatif avec p-value de 0,576), avec une différence significative de 0,119%. Pour les fonds à faible risque ESG, les coefficients sont de 0,123% pour les PE et 0,013% pour les NON-PE, tous deux non significatifs.

En ce qui concerne le coefficient HML, les fonds PE à haut risque ESG montrent une valeur de -0,056% (non significatif avec p-value de 0,188) et les fonds NON-PE ont un coefficient de -0,109% (non significatif avec p-value de 0,331), avec une différence non significative de 0,053%. Pour les fonds à faible risque ESG, les coefficients sont proches de zéro et non significatifs pour les deux types de fonds.

Le coefficient RMW révèle que les fonds PE à haut risque ESG ont une valeur de 0,046% (non significatif avec p-value de 0,627), par rapport à 0,132% pour les fonds NON-PE (non significatif avec p-value de 0,108), avec une différence non significative de -0,086%. Pour les fonds à faible risque ESG, les coefficients sont de 0,097% pour les PE et 0,029% pour les NON-PE, tous deux non significatifs.

Enfin, le coefficient CMA pour les fonds PE à haut risque ESG est de -0,060% (non significatif avec p-value de 0,56), et pour les fonds NON-PE, il est de -0,205% (non significatif avec p-value de 0,323), avec une différence non significative de 0,145%. Pour les fonds à faible risque ESG, les coefficients sont de 0,029% pour les PE et -0,059% pour les NON-PE, tous deux non significatifs. En somme, ces résultats montrent que les différences entre les performances des fonds PE et NON-PE sont non significatives dans le cas des fonds à faible ou haut risque ESG.

Le tableau 4 présente une analyse détaillée des résultats empiriques de nos régressions avec le modèle de Fama et French (2015) des fonds PE (panel A) et NON-PE (panel B) en prenant en compte les risques ESG élevés et faibles. Pour les fonds PE, l'alpha des hauts risques et les faibles risques ESG est de 0,003% (les deux non significatifs). Pour les fonds NON-PE, l'alpha est de 0,008% (non significatif à 0,230) pour les hauts risques et de -0,001% (non significatif) pour les faibles risques, avec une différence de 0,009%. Ces résultats indiquent que les facteurs ESG n'ont pas d'impact sur les fonds PE et NON-PE.

Pour les deux groupes de fonds PE et NON-PE, les résultats montrent également que les autres facteurs (MKT, SMB, HML, RMW et CMA) ne semblent pas être significatifs en considérant le niveau de risque ESG. En résumé, ces résultats montrent que les fonds PE et NON-PE à fort risque ESG n'ont pas une performance supérieure aux fonds à faible risque, donc les facteurs ESG n'affectent pas la performance sur les deux groupes de fonds. Afin de vérifier la robustesse de nos résultats, nous poursuivons l'analyse en utilisant d'autres modèles d'évaluation des actifs.

Tableau 3 : Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle de Fama et French (2015)

Le tableau 3 présente les résultats des estimations de la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (2015). Les panels A et B présentent les résultats pour l'échantillon global ainsi que pour les deux groupes de fonds pour le niveau de risque élevé et faible, respectivement, ainsi que la différence entre les deux groupes (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent les « p-values ». La période étudiée s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et toutes les valeurs sont exprimées en pourcentage.

Panel A: Risque ESG élevé					Panel B: Risque ESG faible				
	Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff		Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff
<i>Alpha</i>	0,005 (0,087)	0,003 (0,284)	0,008 (0,230)	-0,005 (0,054)	<i>Alpha</i>	0,001 (0,329)	0,003 (0,139)	-0,001 (0,328)	0,004 (0,189)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,307 (0,014)	0,321 (0,203)	0,293 (0,005)	0,028 (0,198)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,111 (0,077)	0,084 (0,334)	0,139 (0,190)	-0,055 (0,144)
<i>Beta_{SMB}</i>	0,034 (0,672)	0,093 (0,584)	-0,026 (0,576)	0,119 (0,008)	<i>Beta_{SMB}</i>	0,068 (0,241)	0,123 (0,305)	0,013 (0,664)	0,110 (0,359)
<i>Beta_{HML}</i>	-0,082 (0,126)	-0,056 (0,188)	-0,109 (0,331)	0,053 (0,143)	<i>Beta_{HML}</i>	0,013 (0,775)	0,002 (0,910)	0,023 (0,808)	-0,021 (0,102)
<i>Beta_{RMW}</i>	0,089 (0,120)	0,046 (0,627)	0,132 (0,108)	-0,086 (0,519)	<i>Beta_{RMW}</i>	0,063 (0,046)	0,097 (0,113)	0,029 (0,252)	0,068 (0,139)
<i>Beta_{CMA}</i>	-0,133 (0,206)	-0,060 (0,560)	-0,205 (0,323)	0,145 (0,237)	<i>Beta_{CMA}</i>	-0,015 (0,774)	0,029 (0,069)	-0,059 (0,602)	0,088 (0,534)
<i>N</i>	8	4	4		<i>N</i>	10	5	5	

Tableau 4: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (2015)

Le tableau 4 présente les résultats des estimations des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (2015). Les panels A et B présentent les résultats des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risques élevé et faible, ainsi que la différence entre les deux groupes (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent les p-values. La période étudiée s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et toutes les valeurs sont exprimées en pourcentage.

Panel A: Risque ESG des fonds PE				Panel B: Risque ESG des fonds NON-PE			
	Risque ESG élevé	Risque ESG faible	Diff		Risque ESG élevé	Risque ESG faible	Diff
<i>Alpha</i>	0,003 (0,284)	0,003 (0,139)	0,000 (0,145)	<i>Alpha</i>	0,008 (0,230)	-0,001 (0,328)	0,009 (0,098)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,321 (0,203)	0,084 (0,334)	0,237 (0,131)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,293 (0,005)	0,139 (0,190)	0,154 (0,184)
<i>Beta_{SMB}</i>	0,093 (0,584)	0,123 (0,305)	-0,030 (0,280)	<i>Beta_{SMB}</i>	-0,026 (0,576)	0,013 (0,664)	-0,039 (0,087)
<i>Beta_{HML}</i>	-0,056 (0,188)	0,002 (0,910)	-0,058 (0,722)	<i>Beta_{HML}</i>	-0,109 (0,331)	0,023 (0,808)	-0,132 (0,477)
<i>Beta_{RMW}</i>	0,046 (0,627)	0,097 (0,113)	-0,052 (0,514)	<i>Beta_{RMW}</i>	0,132 (0,108)	0,029 (0,252)	0,103 (0,144)
<i>Beta_{CMA}</i>	-0,060 (0,560)	0,029 (0,069)	-0,089 (0,491)	<i>Beta_{CMA}</i>	-0,205 (0,323)	-0,059 (0,602)	-0,146 (0,279)
<i>N</i>	4	5		<i>N</i>	4	5	

9 Test de robustesse

9.1 Le modèle de Fama et French (1996)

Le modèle à trois facteurs développés par Fama et French (1996) est une extension du modèle CAPM classique, enrichissant l'analyse d'évaluation des actifs financiers. Ce modèle introduit deux facteurs supplémentaires au risque de marché déjà considéré dans le CAPM : le risque lié à la taille des entreprises et le risque lié au style d'investissement (valeur versus croissance). Ces ajouts permettent une meilleure appréciation des performances des actions de petites entreprises (petite capitalisation) et des actions dites de valeur, par rapport aux actions de grandes entreprises (grande capitalisation) et aux actions de croissance. L'équation du modèle à trois facteurs de Fama et French (1996) se formule ainsi :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + e_{it} \quad (3)$$

Où:

R_{it} : Le rendement total d'une action ou d'un portefeuille i au temps t

R_{Mt} : Le rendement total du portefeuille de marché au temps t

R_{ft} : Le taux de rendement sans risque

$R_{it} - R_{ft}$: Le rendement excédentaire

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Les coefficients des primes de risque

SMB_t : La prime de risque de taille

HML_t : La prime de risque de valeur

Le tableau 5 présente les résultats empiriques détaillés des régressions avec le modèle de Fama et French (1996) pour les fonds PE et NON-PE en prenant en compte les risques ESG élevés et faibles.

En ce qui concerne l'alpha, les fonds à haut risque ESG présentent des performances non significatives pour les fonds PE et NON-PE, avec une différence non significative de 0,001%. Pour les fonds à faible risque ESG, l'alpha des fonds PE est positif de 0,004%, non significatif (p-value de 0,162), et pour les fonds NON-PE, il est de -0,001%, non significatif (p-value de 0,272), avec une différence non significative de 0,005%.

Les autres facteurs (MKT, SMB et HML) sont généralement non significatifs (sauf pour le coefficient MKT pour les fonds NON-PE à risque ESG élevé) pour les deux niveaux de risque ESG et leurs différences sont également non significatives. Les résultats de notre test de robustesse avec le modèle de Fama et French (1996) sont généralement cohérents avec les résultats obtenus avec le modèle de Fama et French (2015). Il n'y a pas de différence significative de performance (alpha) entre les fonds PE et NON-PE, ni entre les niveaux de risque ESG. L'exposition au marché reste le facteur le plus significatif, particulièrement pour les fonds à haut risque ESG. Les facteurs SMB et HML ne semblent pas avoir d'impact significatif, ce qui suggère que les caractéristiques de taille et de valeur ne sont pas fortement liées aux considérations ESG dans notre échantillon.

Le tableau 6 présente les résultats empiriques de nos régressions avec le modèle de Fama et French (1996) de nos fonds PE (panel A) et NON-PE (panel B) en prenant en compte les risques ESG élevés et faibles. Pour les fonds PE, l'alpha des hauts risques ESG, est de 0,004% (non significatif), et pour les faibles risques, il est de 0,004% (non significatif aussi). Pour les fonds NON-PE, l'alpha est de 0,002% (non significatif) pour les forts risques et de -0,001% (non significatif) pour les faibles risques, avec une différence de 0,003% (non significatif). Ces résultats indiquent que les facteurs ESG n'ont pas d'impact significatif sur les fonds PE et NON-PE. En somme, ces résultats montrent que les facteurs ESG n'ont pas d'impact sur la performance des fonds PE.

Tableau 5 : Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle de Fama et French (1996).

Le tableau 5 présente les résultats des estimations de la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (1996). Les panels A et B présentent les résultats pour l'échantillon global ainsi que pour les deux groupes de fonds pour le niveau de risque élevé et faible, respectivement, ainsi que la différence entre les deux groupes (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent les « p-values ». La période étudiée s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et toutes les valeurs sont exprimées en pourcentage.

Panel A: Risque ESG élevé					Panel B: Risque ESG faible				
	Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff		Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff
<i>Alpha</i>	0,003 (0,107)	0,004 (0,357)	0,002 (0,012)	0,001 (0,345)	<i>Alpha</i>	0,002 (0,328)	0,004 (0,162)	-0,001 (0,272)	0,005 (0,110)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,324 (0,009)	0,316 (0,205)	0,333 (0,001)	-0,017 (0,204)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,117 (0,055)	0,083 (0,313)	0,152 (0,144)	-0,069 (0,169)
<i>Beta_{SMB}</i>	-0,018 (0,746)	0,045 (0,626)	-0,081 (0,266)	0,127 (0,360)	<i>Beta_{SMB}</i>	0,025 (0,478)	0,053 (0,425)	-0,003 (0,926)	0,056 (0,501)
<i>Beta_{HML}</i>	-0,098 (0,068)	-0,053 (0,517)	-0,143 (0,079)	0,089 (0,438)	<i>Beta_{HML}</i>	0,050 (0,210)	0,041 (0,075)	0,058 (0,487)	-0,017 (0,412)
<i>N</i>	8	4	4		<i>N</i>	10	5	5	

Tableau 6: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (1996).

Le tableau 6 présente les résultats des estimations des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Fama et French (1996). Les panels A et B présentent les résultats des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risques élevé et faible, ainsi que la différence entre les deux groupes (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent les p-values. La période étudiée s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et toutes les valeurs sont exprimées en pourcentage.

Panel A: Risque ESG des fonds PE				Panel B: Risque ESG des fonds NON-PE			
	Risque ESG élevé	Risque ESG faible	Diff		Risque ESG élevé	Risque ESG faible	Diff
<i>Alpha</i>	0,004 (0,357)	0,004 (0,162)	0,000 (0,196)	<i>Alpha</i>	0,002 (0,012)	-0,001 (0,272)	0,003 (0,260)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,316 (0,205)	0,083 (0,313)	0,232 (0,109)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,333 (0,001)	0,152 (0,144)	0,181 (0,144)
<i>Beta_{SMB}</i>	0,045 (0,626)	0,053 (0,425)	-0,007 (0,201)	<i>Beta_{SMB}</i>	-0,081 (0,266)	-0,003 (0,926)	-0,078 (0,660)
<i>Beta_{HML}</i>	-0,053 (0,517)	0,041 (0,075)	-0,095 (0,442)	<i>Beta_{HML}</i>	-0,143 (0,079)	0,058 (0,487)	-0,201 (0,408)
<i>N</i>	4	5		<i>N</i>	4	5	

9.2 Le modèle de Carhart (1997)

Le modèle à quatre facteurs de Carhart (1997) enrichit le modèle de Fama et French (1996) en y ajoutant un quatrième facteur, connu sous le nom d'effet de « *Momentum* » (MOM). Cet effet MOM décrit un phénomène courant sur les marchés financiers, où les actions ayant démontré une forte performance dans le passé ont tendance à maintenir une performance similaire dans le court terme. Ainsi, une action qui a affiché des rendements positifs sur une période récente (habituellement entre 6 et 12 mois) est susceptible de continuer à performer positivement dans les mois suivants. À l'inverse, une action à performance négative tend à poursuivre sur cette lancée. L'équation qui représente le modèle de Carhart (1997) s'articule comme suit :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \beta_4MOM_t + e_{it} \quad (4)$$

Où :

R_{it} : Rendement excédentaire de l'actif i au temps t

R_{ft} : Taux sans risque au temps t

α_{it} : Rendement anormal spécifique à l'actif i au temps t

β_1 : Coefficient de prime de risque du marché

R_{Mt} : Rendement du marché au temps t

β_2 : Coefficient SMB

SMB_t : Rendement du facteur de taille au temps t

β_3 : Coefficient HML

HML_t : Rendement du facteur de valeur au temps t

β_4 : Coefficient MOM

MOM_t : Rendement du facteur de momentum au temps t

e_{it} : Terme d'erreur au temps t

Le Tableau 7 présente les résultats obtenus à partir du modèle à quatre facteurs de Carhart

(1997). Ce test de robustesse vise à évaluer l'influence des facteurs ESG sur la performance des fonds canadiens investissant dans le PE. Ce modèle teste la robustesse des résultats obtenus précédemment avec les modèles de Fama et French (1996, 2015).

Pour les fonds à haut risque ESG, l'alpha des PE est positif d'une valeur de 0,006%, mais non significatif (p-value de 0,336), et pour les NON-PE, il est positif d'une valeur de 0,002%, non significatif (p-value de 0,033), avec une différence non significative de 0,004%. Pour les fonds à faible risque ESG, l'alpha des fonds PE est positif de 0,005%, non significatif (p-value de 0,214), et pour les fonds NON-PE, il est de -0,001%, non significatif (p-value de 0,276), avec une différence non significative de 0,006%.

Concernant le coefficient MKT, les fonds PE à haut risque ESG affichent un coefficient significatif de 0,274% (p-value de 0,235), tandis que les fonds NON-PE montrent un coefficient très significatif de 0,354% (p-value de 0,000), avec une différence non significative de -0,081% (non significatif). Les coefficients des autres facteurs (MKT, SMB, HML et MOM) sont généralement non significatifs.

Le modèle de Carhart (1997) corrobore les résultats des modèles précédents. L'ajout du facteur momentum ne modifie pas substantiellement les conclusions. Les alphas restent non significatifs, indiquant l'absence de surperformance ajustée au risque liée aux caractéristiques ESG. L'exposition au marché demeure le facteur le plus important. Le facteur momentum ne semble pas avoir d'impact significatif, suggérant que les stratégies basées sur le momentum ne sont pas particulièrement liées aux considérations ESG dans notre étude.

Le tableau 8 présente une analyse détaillée des résultats empiriques de nos régressions avec le modèle de Carhart (1997) de nos fonds PE (panel A) et NON-PE (panel B) en prenant en compte les risques ESG élevés et faibles. Pour les fonds PE, l'alpha des hauts risques ESG, est de 0,006% (non significatif à 0,336), et pour les faibles risques, il est de 0,005% (non significatif), avec une différence non significative de 0,001%. Pour les fonds NON-PE, l'alpha est significatif de 0,002% pour les hauts risques ESG et de -0,001% (non significatif) pour les faibles risques, avec une différence non significative de 0,003%. Ces résultats indiquent que les facteurs ESG n'ont pas un impact sur les fonds PE et NON-PE.

En ce qui concerne les coefficients MKT, SMB, HML et MOM, les différences sont non significatives sauf pour le facteur MOM pour les fonds PE. En somme, ces résultats confirment les résultats de performance obtenus en utilisant les autres modèles à facteurs.

Tableau 7: Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle de Carhart (1997).

Le tableau 7 présente les performances des fonds de PE et NON-PE en évaluant l'impact des critères ESG à travers le prisme du modèle de Carhart (1997). Il compare les résultats pour les fonds à haut risque ESG (Panel A) et à faible risque ESG (Panel B), en soulignant les écarts significatifs (Diff) entre eux. Les valeurs entre parenthèses indiquent la P-value, fournissant une mesure de la significativité statistique des résultats. La période d'analyse s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et tous les chiffres sont exprimés en pourcentage, permettant une comparaison standardisée.

Panel A: Risque ESG élevé					Panel B: Risque ESG faible				
	Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff		Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff
<i>Alpha</i>	0,004 (0,154)	0,006 (0,336)	0,002 (0,033)	0,004 (0,304)	<i>Alpha</i>	0,002 (0,327)	0,005 (0,214)	-0,001 (0,276)	0,006 (0,062)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,314 (0,009)	0,274 (0,235)	0,354 (0,000)	-0,081 (0,235)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,107 (0,042)	0,055 (0,346)	0,160 (0,101)	-0,105 (0,245)
<i>Beta_{SMB}</i>	0,001 (0,990)	0,070 (0,598)	-0,068 (0,289)	0,138 (0,309)	<i>Beta_{SMB}</i>	0,041 (0,404)	0,076 (0,427)	0,006 (0,900)	0,070 (0,473)
<i>Beta_{HML}</i>	-0,116 (0,040)	-0,126 (0,205)	-0,105 (0,178)	-0,021 (0,028)	<i>Beta_{HML}</i>	0,029 (0,590)	-0,014 (0,797)	0,071 (0,485)	-0,085 (0,312)
<i>Beta_{MOM}</i>	-0,031 (0,682)	-0,134 (0,314)	0,071 (0,427)	-0,205 (0,114)	<i>Beta_{MOM}</i>	-0,035 (0,512)	-0,101 (0,324)	0,031 (0,480)	-0,132 (0,157)
<i>N</i>	8	4	4		<i>N</i>	10	5	5	

Tableau 8: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Carhart (1997)

Le tableau 8 présente les résultats des estimations des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de Carhart (1997). Les panels A et B présentent les résultats des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risques élevé et faible, ainsi que la différence entre les deux groupes (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent les p-values. La période étudiée s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et toutes les valeurs sont exprimées en pourcentage.

Panel A: Risque ESG des fondsPE				Panel B: Risque ESG des fonds NON-PE			
	Risque ESG élevé	Risque ESG faible	Diff		Risque ESG élevé	Risque ESG faible	Diff
<i>Alpha</i>	0,006 (0,336)	0,005 (0,214)	0,001 (0,122)	<i>Alpha</i>	0,002 (0,033)	-0,001 (0,276)	0,003 (0,243)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,274 (0,235)	0,055 (0,346)	0,219 (0,111)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,354 (0,000)	0,160 (0,101)	0,195 (0,101)
<i>Beta_{SMB}</i>	0,070 (0,598)	0,076 (0,427)	-0,006 (0,171)	<i>Beta_{SMB}</i>	-0,068 (0,289)	0,006 (0,900)	-0,074 (0,611)
<i>Beta_{HML}</i>	-0,126 (0,205)	-0,014 (0,797)	-0,113 (0,591)	<i>Beta_{HML}</i>	-0,105 (0,178)	0,071 (0,485)	-0,177 (0,308)
<i>Beta_{MOM}</i>	-0,134 (0,314)	-0,101 (0,324)	-0,033 (0,010)	<i>Beta_{MOM}</i>	0,071 (0,427)	0,031 (0,480)	0,040 (0,053)
<i>N</i>	4	5		<i>N</i>	4	5	

9.3 Le modèle CAPM

Le CAPM, élaboré par Sharpe (1964), Traynor (1962), Lintner (1965) et Mossin (1966), est un outil fondamental en finance pour estimer le rendement attendu d'un actif. Basé sur l'idée que les décisions d'investissement sont prises de manière rationnelle, en considérant à la fois le risque et le rendement, le CAPM permet d'évaluer le rendement escompté d'un actif. Ce calcul prend en compte le risque systématique, indiqué par le bêta de l'actif, et le compare au rendement attendu du marché. La formule du CAPM, est exprimée comme suit :

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{it} + \beta_1(R_{Mt} - R_{ft}) \quad (2)$$

Où:

R_{it} : Le rendement total d'une action ou d'un portefeuille i au temps t

R_{ft} : Le taux de rendement sans risque

α_{it} : L'alpha spécifique à l'actif i

β_1 : Le coefficient de sensibilité de l'actif i au marché

R_{Mt} : Le rendement total du marché au temps t

Le tableau 9 présente les résultats des régressions obtenues avec le modèle CAPM à deux facteurs. Ce modèle, plus simplifié que celui de Carhart (1997), nous permet de tester la robustesse de nos résultats précédents obtenus avec les modèles de Fama et French (1996, 2015).

Pour les fonds à haut risque ESG, l'alpha des PE est positif d'une valeur de 0,004%, mais non significatif (p-value de 0,485), et pour les NON-PE, il est positif d'une valeur de 0,003%, non significatif (p-value de 0,010), avec une différence non significative de 0,001%. Pour les fonds à faible risque ESG, l'alpha des fonds PE est positif de 0,005%, non significatif (p-value de 0,206), et pour les fonds NON-PE, il est de -0,001%, non significatif (p-value de 0,337), avec une différence non significative de 0,006%. En somme, ces résultats confirment les résultats obtenus précédemment de l'absence d'impact du risque ESG sur la performance des fonds PE.

Le tableau 10 présente les résultats empiriques des régressions avec le modèle de CAPM et les résultats confirment que les facteurs ESG n'ont n'impact pas de façon significative la performance des fonds PE et NON-PE.

Tableau 9: Comparaison entre la performance des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risque ESG en utilisant le modèle CAPM.

Le tableau 6 présente les performances des fonds PE et NON-PE en considérant l'impact des critères ESG selon le modèle CAPM. Il met en parallèle les performances pour les fonds à haut risque ESG (Panel A) et à faible risque ESG (Panel B), en mettant en évidence les différentiels (Diff) entre les deux groupes. Les valeurs entre parenthèses représentent les t -statistiques, offrant un indicateur de la significativité statistique des résultats observés. Cette analyse couvre la période allant de janvier 2015 à décembre 2021, et tous les résultats sont présentés en pourcentage.

Panel A: Risque ESG élevé					Panel B: Risque ESG faible				
	Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff		Échantillon global	Fonds PE	Fonds NON-PE	Diff
<i>Alpha</i>	0,003	0,004	0,003	0,001	<i>Alpha</i>	0,002	0,005	-0,001	0,006
	(0,145)	(0,485)	(0,010)	(0,475)		(0,404)	(0,206)	(0,337)	(0,131)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,295	0,294	0,297	-0,003	<i>Beta_{MKT}</i>	0,110	0,062	0,159	-0,097
	(0,020)	(0,255)	(0,004)	(0,251)		(0,034)	(0,251)	(0,099)	(0,152)
<i>N</i>	8	4	4		<i>N</i>	10	5	5	

Tableau 10: Impact du risque ESG sur la performance des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle de CAPM.

Le tableau 10 présente les résultats des estimations des fonds PE et NON-PE en utilisant le modèle CAPM. Les panels A et B présentent les résultats des fonds PE et NON-PE pour différents niveaux de risques élevé et faible, ainsi que la différence entre les deux groupes (Diff). Les valeurs entre parenthèses représentent les p-values. La période étudiée s'étend de janvier 2015 à décembre 2021, et toutes les valeurs sont exprimées en pourcentage.

Panel A: Risque ESG des fondsPE				Panel B: Risque ESG des fonds NON-PE			
	RisqueESG élevé	Risque ESG faible	Diff		RisqueESG élevé	Risque ESG faible	Diff
<i>Alpha</i>	0,004 (0,485)	0,005 (0,206)	-0,001 (0,279)	<i>Alpha</i>	0,003 (0,010)	-0,001 (0,337)	0,004 (0,327)
<i>Beta_{MKT}</i>	0,290 (0,255)	0,062 (0,251)	0,228 (0,004)	<i>Beta_{MKT}</i>	0,297 (0,004)	0,159 (0,099)	0,138 (0,095)
<i>N</i>	4	5		<i>N</i>	4	5	

10 Conclusion

Ce mémoire a pour objectif de mesurer l'impact des facteurs ESG sur la performance des fonds PE. Le choix de ce sujet est justifié par l'importance du marché des fonds ESG et les FCP investissant dans le PE au Canada.

Pour atteindre notre objectif, nous procédons à une analyse empirique qui consiste à comparer la performance des fonds PE à des fonds NON-PE. Nous utilisons un échantillon de 18 fonds canadiens investissant et non investissant dans le PE collecté à partir de la base de données de « *Morningstar Direct* » entre janvier 2015 à décembre 2021. Nous utilisons la méthode « *greedy matching* » afin d'identifier les fonds comparables qui n'investissent pas dans le PE.

Nous effectuons des régressions linéaires avec les modèles à cinq facteurs de Fama et French (2015) ainsi que plusieurs tests de robustesses pour nos deux échantillons. Les résultats de notre étude soutiennent l'hypothèse H_0 selon laquelle les facteurs ESG n'ont pas d'impact significatif sur la performance des FCP investissant dans le PE au Canada. Les différences observées entre les deux groupes de fonds n'atteignent pas un niveau de significativité statistique, ce qui indique qu'il n'y a pas suffisamment de preuves pour conclure à un effet notable des facteurs ESG sur la performance des fonds PE.

Il est important de noter que cette conclusion est basée sur les données et les méthodes d'analyses spécifiques que nous avons utilisées dans notre étude. Aussi, une des limites importantes de notre étude est la taille relativement restreinte de notre échantillon. En travaillant avec seulement 18 fonds (9 fonds PE et 9 fonds NON-PE), nous devons reconnaître que cela pourrait réduire la représentativité de nos résultats et limiter la généralisation de nos conclusions. Cela est principalement dû à la taille l'industrie des FCP au Canada.

Une autre limite de notre étude est qu'elle se concentre exclusivement sur le marché canadien des fonds PE. Bien que ce marché soit l'un des plus importants en termes de taille, il serait intéressant de comprendre comment les facteurs ESG influencent la performance des fonds PE sur

d'autres marchés, tels que le marché américain ou européen. Une étude plus approfondie incluant ces marchés pourrait apporter des perspectives supplémentaires et une compréhension plus globale de la relation entre les facteurs ESG et la performance des fonds PE.

11 Références

Amel-Zadeh, A., et Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.

Argandona, A., et Sarsa, J. (2000). Socially responsible investment in Spain. *Journal of Business Ethics*, 23(3), 269-280.

Armstrong, C. (2020). ESG Investing: What it is and why it matters. Investopedia.

Axelson, U., et Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23, 121-146.

Baker, M., Gompers, P., et Kaplan, S. N. (2016). The big idea: the large sample properties of the new private equity benchmark. *Journal of Economic Perspectives*, 30(4), 121-142.

Barber, B. M., et Odean, T. (2020). The stock market's got a new investor darling: the ESG fund. CNBC, January 10.

Bauer, R., et Otten, R. (2005a). Empirical evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7), 1465-1493.

Bauer, R., et Otten, R. (2005b). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial market returns: Applying the Dutch sustainability index. *Journal of Investment Management*, 3(4), 41-55.

Bauer, R., Koedijk, K., et Otten, R. (2005c). International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1751-1767.

Berk, J. B., et Green, R. C. (2004). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295.

Billio, M., Blasio, G., Monferra, S., et Pelizzon, L. (2021). ESG Investing: Risks and

Opportunities. *Journal of Asset Management*, 22, 2-11.

Bogle, J. C. (2000). *Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor*. John Wiley et Sons.

Brammer, S., Brooks, C., et Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregated measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116.

Brault, D. (2021). *L'investissement socialement responsable (ISR) au Canada en 2021*.

Broquet, C., et Cobbaut, R. (2004). *Gérer son portefeuille d'actions*. Paris: Editions organization.

Brown, G., et Jorgenson, B. (2018). Private equity: industry performance and governance. *Review of Accounting Studies*, 23(4), 1619-1654.

Brown, J., Flammer, C., et Kacperczyk, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: The Environmental Consciousness of Investors. *Management Science*, 64, 1361-1381.

Brown, S. J. (1995). Mutual fund winners: Persistence and performance. *Journal of Finance*, 50(1), 27-43.

Brown, S. J., et Goetzmann, W. N. (1995). Performance Persistence. *Journal of Finance*, 50(2), 679-698.

Burrows, A. (1996). *Canadian investment funds*. Wiley.

Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.

Chen, C. R., et Kuo, J. H. (2013). Fund flows, performance, managerial incentives, and managerial ownership: Evidence from the Taiwan stock market. *Journal of Banking et Finance*,

37(5), 1605-1624.

Chen, G. M., et Zhang, J. (2010). Assessing the risk-return relation in Chinese stock market: a multifactor model. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(5), 509-520.

Chen, H. L., Hong, H., Huang, M., et Kubik, J. D. (2004). Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *The American Economic Review*, 94(5), 1276-1302.

Clark, G. L., et Feiner, A. (2004). Measuring the impact of corporate governance on corporate performance: evidence from American firms. *Journal of Business Ethics*, 52, 1-10.

Clark, G., et Viehs, M. (2020). The importance of ESG in private equity. Dans *The Oxford Handbook of Private Equity*, 605-628.

Cremers, M., et Petajisto, A. (2009). How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3329-3365.

Dai, Q., et Sundaresan, S. (2010). Risk and valuation of private equity investments: A review. *Foundations and Trends® in Finance*, 5(2), 1-123.

De Giuli, M. E., Grechi, D., et Tanda, A. (2024). What do we know about ESG and risk? A systematic and bibliometric review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1096–1108.

Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., et Koedijk, K. (2005). The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51-63.

Desbrières, P., et Charreaux, G. (2001). Les apports de la théorie de l'agence à l'analyse du capital investissement. *Finance Contrôle Stratégie*, 4(4), 5-38.

Dillenburg, S., et Ereksan, H. (2003). Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment

Behavior. *Journal of Business Ethics*, 43(2), 73-83.

Dolvin, S. D., Fulkerson, J. R., et Krukover, A. (2019). Sustainable mutual funds: Do they outperform? *Journal of Financial Planning*, 32(7), 50-58.

Domini, A., et Kinder, P. (1984). Ethical investing. *Business and Society Review*, 51(2), 71-74.

Durán-Santomil, P., Otero-González, L., Correia Domingues, RH., Carlos Reboredo, J. (2019). Does Sustainability Score Impact Mutual Fund Performance? *Sustainability*, 11 (10), 2972.

Eccles, R. G., et Serafeim, G. (2013). The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy. *Harvard Business Review*, May.

Eccles, R. G., et Strohle, J. (2014). Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 71-90.

Efron, B. (1979). Bootstrap methods: Another look at the jackknife. *Annals of Statistics*, 7(1), 1-26.

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

Elton, E. J., Gruber, M. J., et Blake, C. R. (1996). The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 69(2), 133-157.

Fabozzi, F. J., Füss, R., et Kaiser, D. G. (2018). The Basics of Mutual Funds. *The Handbook of Mutual Funds*, 1-20.

Fama, E. F., et French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

Fama, E. F., et French, K. R. (2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund

Returns. *The Journal of Finance*, 65(5), 1915-1947.

Fama, E.F., et French, K.R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Fama, E.F., et French, K.R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51(1), 55-84.

Fama, E.F., et French, K.R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.

Ferson, W. E., et Khang, K. (2002). Conditional Performance Measurement Using Portfolio Weights: Evidence for Pension Funds. *Journal of Financial Economics*, 65(2), 249-282.

Friede, G., Busch, T., et Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance et Investment*, 5, 210-233.

Friedman, H. L., et al. (2011). Thematic Investing. *Journal of Investing*, 20(2), 9-19.

Gao, M., Lin, Y., et Tang, D. (2015). Mutual fund flows, performance, and managerial incentives: Evidence from the Chinese market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 402-423.

Geczy, C., Stambaugh, R. F., et Levin, D. (2005). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. Unpublished working paper, Wharton School, University of Pennsylvania.

Ghoul, S. E., et Karoui, A. (2015). Environmental, social and governance performance and earnings management: Evidence from voluntary disclosure. *Advances in Accounting*, 31(1), 91 - 103.

Giese, G., et al. (2019). Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance.

Global Sustainable Investment Alliance. (2021). Growth in sustainable investing continues with US\$1.7 trillion in global assets.

Goetzmann, W. N., et Ibbotson, R. G. (1994). Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Performance. *Journal of Portfolio Management*, 20(2), 9-18.

Goktan, M. S., et Wilson, M. (2012). The Impact of Private Equity on Canadian Target Firms. *Journal of Private Equity*, 15(3), 57-69.

Goldreyer, E., et Dilt, J. (1999). Are socially responsible mutual funds good for investors? *Journal of Investing*, 8(3), 92-101.

Gompers, P., et Lerner, J. (2000). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.

Gosselin, M., et Ouedraogo, I. (2017). ESG Mutual Funds Performance: Do ESG Attributes Matter? *Research in International Business and Finance*, 43, 35-47.

Gottschalg, O., et Korteweg, A. (2009). The performance of private equity funds. *Review of Finance*, 13(4), 657-705.

Grewal, B., et Zaman, M. (2020). The ESG investing boom has given birth to a new type of portfolio. CNBC, October 13.

Grinblatt, M., et Titman, S. (1992). The Persistence of Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 47(5), 1977-1984.

Grossman, S. J. (1977). The Existence of Futures Markets, Noisy Rational Expectations, and Informational Externalities. *The Review of Economic Studies*, 44(3), 431-449.

Guerard, J. B. (1997). Mutual fund performance: An empirical investigation of Canadian returns. *Financial Services Review*, 6(4), 253-266.

Harris, R. S., et Jenkinson, T. (2013). Has Persistence Persisted in Private Equity?

Harris, R., et Jenkinson, T. (2002). Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance*, 58(4), 1741-1774.

Hendricks, D., et Zeckhauser, R. (1993a). An empirical analysis of mutual fund performance: 1965-1990. *The Journal of Finance*, 48(5), 1663-1695.

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

Hong, H., et Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.

Hutchinson, M. (1990). Do ethical investments have a lower return? *Journal of Business Ethics*, 9(10), 799-804.

Ibbotson, R. G., et Chen, P. (2003). Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 88-98.

Ippolito, R. A. (1992). The provision of liquidity in closed-end funds. *Journal of Finance*, 47(4), 1569-1588.

Jack, L. B. (1996). *Mutual Funds in Canada: The Early Years*.

Jegadeesh, N., et Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

Jenkinson, T., et Kaplan, S. (2014). Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 8-18.

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

Jensen, M. C. (1969). Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios. *Journal of Business*, 42(2), 167-247.

Kacperczyk, M., Sialm, C., et Zheng, L. (2008). Unobserved actions of mutual funds. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2379-2416.

Kammoun, M., et Mrissa Bouden, H. (2023). Performance and diversification benefits of IPO-focused mutual funds. *Journal of Financial Research*, 46(2), 315–341.

Kandel, S., et Stambaugh, R. F. (1996). On the predictability of stock returns: An asset-allocation perspective. *Journal of Finance*, 51(2), 385-424.

Kaplan, S. N., et Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

Kaplan, S. N., et Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23, 121-146.

Kempf, A., et Osthoff, P. (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922.

Khan, M. R., et Serafeim, G. (2016). The Big Debate About the Materiality of Socially Responsible Investing. *Harvard Business Review*, September.

Kinder, P., et Domini, A. (1997). Socially responsible investing: Making a difference and making money. Dans H. Skipton Leonard (Ed.), *Environmental investing: Making profits by aligning with the earth*, 167–177.

Kumar, P., et Srijit, M. (2021). ESG Factors and Private Equity Performance: A Review. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 11(2), 93-115.

Kurtz, L., et DiBartolomeo, D. (1996). Socially responsible investing and portfolio management. *Journal of Investing*, 5(4), 11-18.

Lavoie, S., et Girard, F. (2018). Stratégies de sortie et rentabilité du capital-investissement au Canada. *Journal de Gestion et d'Économie*, 12(3), 112-130.

Lerner, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About It*. Princeton University Press.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.

Ljungqvist, A., et Richardson, M. (2003). The cash flow, return and risk characteristics of private equity. *Journal of Business*, 76(2), 297-318.

Ljungqvist, A., et Richardson, M. (2003). The cash flow, return and risk characteristics of private equity. *Journal of Business*, 76(2), 139-174.

Ljungqvist, A., et Richardson, M. (2003). The cash flow, return and risk characteristics of private equity. *Journal of Business*, 76(2), 233-259.

Lowry, R.C. (1991). Socially responsible investing and portfolio performance. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 42-48.

Lückoff, P. (2011a). Mutual Funds and their Investment Strategies. Dans *Mutual Funds: Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship*, 25-48.

Lückoff, P. (2011b). *Fundamentals of Investment Management*. McGraw-Hill Education.

Malkamäki, M., et Kinnunen, T. (2019). Corporate governance quality and the performance of private equity-backed portfolio companies. *Journal of Corporate Finance*, 58, 1-22.

Martin, G., et Dupont, P. (2020). Dynamiques et performances du private equity au Canada. *Revue Canadienne d'Investissement Privé*, 15(2), 45-67.

Metrick, A. (2010a). *Venture Capital and the Finance of Innovation* (2e édition). John Wiley and Sons.

Metrick, A., et Yasuda, A. (2010b). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley and Sons.

Morningstar. (2021). *Sustainable Funds U.S. Landscape Report*.

Morningstar. (2022). *Morningstar Annual Report 2021*. Récupéré sur [https://s21.q4cdn.com/198919461/files/doc_financials/2022/ar/Morningstar-Annual-Report-2021.pdf]

Moskowitz, G. (1972). Factors in Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, 27(2), 389-416.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768-783.

Nilson, T. H. (2008). Investor motives for investing in CSR funds. *Social Responsibility Journal*, 4(3), 290-303.

O'Neill, R. M. (2006). The History of the Mutual Fund. Dans S. S. G. Pozen (Ed.), *The Mutual Fund Business*, 2, 3-22.

Perold, A. F. (2004). The capital asset pricing model. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 3-24.

Phalippou, L. (2016). Anomalies and Efficient Anomalies in the Secondary Market for Private Equity Fund Stakes. *The Journal of Finance*, 71(1), 341–380.

Phalippou, L., et Gottschalg, O. (2009). The performance of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1747-1776.

Preqin. (2019). *Private Equity Fundraising*

Renneboog, L., Ter Horst, J., et Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking et Finance*, 32(9), 1723-1742.

Revelli, C., et Viviani, A. (2015). Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Sovereign Bond Issuers. *Journal of Sustainable Finance et Investment*, 5(3), 177-195.

Rios, A., et Garcia, R. (2006). The Size Performance Relationship in Mutual Funds: A Bootstrap Approach. *Applied Financial Economics*, 16(9), 649-661.

Scholten, D. (2020). ESG investing goes mainstream. *Nature*, 577, S5-S7.

Serafeim, G., Kacperczyk, M., et Mozaffar, A. (2019). Asset Managers: Institutional Performance and Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance. *Journal of Financial Economics*, 131, 593-623.

Sharpe, W. F. (2018). The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 74(1), 6-7.

Sharpe, W.F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Stanley, L. L. (2015). The performance of sustainable investment funds: A review of the academic literature. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 449-472.

Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds *Financial Analysts Journal*, 56, 30-39.

Statman, M., et Glushkov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility. *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33-46.

Steen, F., Moussawi, R., et Gjølborg, M. (2020). The performance of sustainable mutual

funds: A systematic review. *Journal of Sustainable Finance et Investment*, 10(4), 387-405.

Traynor, J. (1962). Investment management. A Science? *New England Economic Review*, 39(6), 13-22.

Weigand, E. M., Brown, K. R., et Wilhem, M. (1996). Socially Principled Investing: Caring about Ethics and Profitability. *Trusts et Estates*, 135, 36-42.

Wermers, R. (1997a). Momentum Investment Strategies of Mutual Funds, Performance Persistence, and Survivorship Bias. Working Paper, University of Colorado.

Wermers, R. (1997b). Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. *Journal of Finance*, 52(3), 735-763.