

Analyse des performances de portefeuilles « Best of » et « Worst of » ISR de l'Eurostoxx300

Une contribution empirique à la question de l'effet d'une sélection ISR sur la performance des portefeuilles

Analysis of the highest and lowest rated Euro Stoxx 300 SRI portfolios

An empirical contribution regarding the impact of SRI selection on portfolio performance

Actualisation au 30 juin 2010

Centre de Recherche Groupe UFG-LFP

Nadia Khelil • Jacques Ninet • Bacem Rezgui

Résumé : la prise en compte de facteurs extra-financiers dans la constitution des portefeuilles influe-t-elle sur leurs performances ? La présente étude aborde la question en opérant une sélection basée exclusivement sur des critères extra-financiers à partir de l'univers des actions de la zone euro pour « rétro-tester » deux portefeuilles opposés, un « best of » et un « worst of », dont les performances sont comparées à celles de l'indice de référence de l'univers d'investissement. Les résultats obtenus confirment l'intuition des promoteurs de l'ISR. Loin de jouer un rôle de filtre passif conduisant inmanquablement à la dégradation de la performance, la démarche ISR apparaît bien comme un discriminant positif de l'univers d'investissement, en particulier dans certaines conditions de marché.

Summary: *Does the inclusion of non-financial criteria influence portfolio performance ? The present study operates a selection based exclusively on extra-financial criteria within the Eurozone stocks universe, in order to back-test two opposite portfolios, a "best of" and a "worst of", the performances of which are compared to those of the benchmark. The results confirm the intuition of the promoters of SRI. Far from playing a role of passive filter leading inevitably to the degradation of the performance, the sustainability approach definitely looks as a positive discriminator of the investment universe, especially under certain market conditions.*

Introduction

L'Investissement Socialement Responsable (ISR), que l'on appelle aussi la gestion Responsable et Durable, est une méthode de gestion de portefeuille qui consiste à prendre en compte des critères autres que purement financiers dans le processus de sélection des titres. C'est l'un des segments de marché qui prête le plus à débat. D'un côté, malgré la crise, les encours sous gestion ont fait un bond de 70% sur l'année 2009. De l'autre, en regard des 1400 milliards d'euros d'encours sur le marché des actifs gérés, l'ISR ne représente encore qu'une goutte d'eau, avec seulement 50 milliards d'euros sous gestion.

L'ISR se développe donc essentiellement sur le terrain médiatique tout en restant très marginal au plan pratique. Un tel écart entre la parole et les actes est essentiellement dû aux inquiétudes persistantes quant à l'effet restrictif du filtre ISR sur la performance des portefeuilles. L'argument est double :

- Le premier fondement repose sur le fait que les entreprises qui pratiquent la responsabilité Sociale d'Entreprise (RSE) intègrent dans leur fonctionnement des paramètres (coûts) autres que ceux de la rentabilité (environnement, social et gouvernance), sans obligation légale, ce qui grève leurs résultats. En conséquence, leurs cours boursiers seront décevants et les portefeuilles affichant une préférence pour ces entreprises seront donc moins performants.
- Le second fondement de cette réticence, au plan strictement boursier, est tiré de la Théorie Moderne du Portefeuille de Markowitz et Sharpe. Il postule que le filtre extra-financier se traduit par une réduction de l'univers d'investissement, ce qui dégrade la frontière d'efficience et conduit à sélectionner des portefeuilles sous-optimaux.

Les défenseurs de l'ISR affirment au contraire que cette sélection conduit à la surperformance, puisque le choix se porte sur des entreprises qui ont internalisé volontairement des coûts externes (environnement ; employés ; clients et fournisseurs), ce qui a pour effet de réduire leurs risques à moyen terme. Certains chercheurs confirment l'existence d'un lien positif entre l'intégration de critères de gestion durable et la performance de l'entreprise.

Une littérature considérable a été consacrée à ce débat sans jamais aboutir à des conclusions définitives pour toutes sortes de raisons : méthodologiques, historiques (manque de profondeur des données) voire idéologiques. Loin d'ignorer l'importance de la première question (les entreprises soucieuses aujourd'hui de RSE seront-elles plus ou moins performantes dans le futur ?), nous avons souhaité nous consacrer à la seconde, celle de la performance des portefeuilles, en nous appuyant sur une pratique de plusieurs années, au sein d'un groupe spécialisé dans cette démarche.

D'innombrables études sur la performance des fonds ISR ont été publiées. Les résultats en restent mitigés, puisqu'en majorité elles ne concluent pas sur la performance relative de la gestion ISR. Ainsi, l'étude de l'EDHEC-Risk [2008] conclut que l'alpha des fonds « estampillés » ISR est non significatif et que l'ISR, en tant que style de gestion, n'est source ni de surperformance ni de sous-performance statistiquement avérée.

Dans la pratique, l'expérience des fonds lancés par les investisseurs institutionnels depuis 2005-2006 s'avère plutôt positive, ce qui tendrait à démontrer l'intérêt de ce type de gestion. C'est notamment le cas des fonds actions-ISR de LFP-Sarasin Asset Management, qui affichent des track-records très intéressants depuis leur lancement et en particulier dans la crise de 2007-2008.

Ce cas illustre cependant parfaitement les difficultés méthodologiques que l'on rencontre lorsqu'on veut étudier la contribution de la sélection extra-financière en s'appuyant sur les performances historiques de fonds se déclarant ISR mais qui suivent

en réalité des démarches très hétérogènes et qui présentent en outre divers biais de gestion (style, secteur, poids, alpha ou bêta du gérant).

Il est alors indispensable, pour essayer d'identifier une contribution de la sélection « durable et responsable » de « débiaiser » la performance ce qui, en général, donne un résidu (alpha attribuable à l'ISR) non significatif.

La démarche inverse, suivie dans la présente étude, consiste à extérioriser la contribution de l'ISR en « back-testant » des portefeuilles sans biais – et en particulier reproduisant strictement les pondérations sectorielles de leur univers – qui auraient été composés exclusivement sur la base de la sélection ISR, selon une méthode unique et constante dans le temps et dont les historiques sont effectivement disponibles. Cette méthode est celle appliquée par LFP-Sarasin (ex Sarasin AM France) depuis 2005, à partir de la méthodologie « Sustainability Matrix » que la Banque Sarasin met en œuvre depuis 1989.

Les écarts de performance de ces portefeuilles, relativement à l'univers dont ils sont extraits, pourront être attribués en totalité à la démarche de durabilité, en particulier du fait d'une stricte réplique sectorielle de l'indice et sous réserve de la vérification de l'absence d'autres biais involontaires. En effet, en attribuant à ce portefeuille virtuel les poids sectoriels de l'indice, on ne conserve que l'alpha attribuable au stock-picking. Donc si le seul critère de sélection des titres est la note ISR, l'alpha ne sera effectivement attribuable qu'à la démarche ISR.

Le but de la présente étude a donc été de rechercher de manière objective, en appliquant ce principe à l'univers des actions de la zone euro, si le filtre ISR crée ou non une sous-performance systématique.

Les résultats obtenus sont sans ambiguïté : le filtre ISR, loin de jouer un rôle destructeur de performance, apparaît au contraire comme un facteur qualitatif discriminant positivement l'univers dans certaines configurations de marché et neutre au total.

Nous commençons par présenter les données, leur source et leur utilisation. Nous rappelons brièvement la méthodologie de notation de RSE des entreprises. Nous expliquons ensuite la méthodologie adoptée pour la sélection. Dans l'étape suivante, nous contrôlons l'effet de la sélection en termes de durabilité puis nous commentons les résultats économiques obtenus. Afin de ne pas surcharger le document, les tableaux et graphiques présentés sont limités à ce qui est strictement nécessaire à la démonstration.

1. Données et méthodologie

1.1. Principe de l'étude

L'étude comparative des performances a été menée sur les principales sociétés cotées de la zone euro constitutives de l'indice Eurostoxx 300. A partir de cet univers, nous avons composé deux portefeuilles réduits équipondérés (50 valeurs), en sélectionnant, pour l'un les titres ayant les notes ISR les plus élevées, que nous appelons **portefeuille best of ISR**, et pour l'autre les titres ayant les notes ISR les plus basses, que nous appelons **portefeuille worst of ISR**. La notation est celle utilisée par LFP-Sarasin à partir de la méthodologie de la banque Sarasin (*Sustainability Matrix*[®]).

Ces deux portefeuilles sont neutres au plan financier car ils reproduisent la pondération sectorielle de l'univers d'investissement à partir duquel ils ont été constitués et n'obéissent à aucune règle de sélection sur des critères financiers.

1.2. Présentation du benchmark : L'Eurostoxx300

L'étude porte sur l'univers des actions zone euro : le Dow Jones Eurostoxx 300.

L'indice comprend un nombre de valeurs qui oscille autour de 300, affichant des capitalisations allant de 700 M d'euros à 95 Mds d'euros (à fin août 2009). Il ne comprend donc pas de *small caps* au sens généralement admis (capitalisation inférieure à 500 M d'euros ou 250 M d'euros). Les poids des titres dans l'indice sont déterminés en fonction du flottant. La composition et les poids sont revus trimestriellement à fin mars, juin, septembre et décembre¹.

Pour s'assurer que l'équipondération des portefeuilles sélectionnés n'introduit pas de biais nous avons également reconstitué un **indice eurostoxx300 équipondéré**.

¹ Cf. documentation sur le site du Stoxx[®] : <http://www.stoxx.com>

L'Eurostoxx 300 se décompose en 10 secteurs principaux (industries).

- Basic materials
- Communications
- Consumer, Cyclical
- Consumer, Non-Cyclical
- Diversified
- Energy
- Financial
- Industrial
- Technology
- Utilities

1.3. Présentation des portefeuilles : le Best Of ISR et le Worst Of ISR

Les deux portefeuilles sont composés de 50 valeurs équipondérées. Ils sont révisés et rebalancés trimestriellement

Le « **Best of ISR** » (**BoI**) est composé des 50 sociétés les mieux notées en terme d'ISR (*best in class*), sélectionnées au début de chaque trimestre, tout en respectant la pondération des secteurs. Toutes les valeurs ont un poids égal à 2% en début de période. Le nombre de valeurs que comporte chaque secteur dans le portefeuille est déterminé par le poids de ce secteur dans l'indice d'origine. Par exemple si un secteur pèse 2,4% de l'indice au début du trimestre, il sera représenté dans le portefeuille par 1 valeur. Si un secteur pèse 7,2% il sera représenté par 4 valeurs. Pour obtenir 50 valeurs, les « rompus » sont attribués au(x) secteur(s) qui a (ont) subi l'arrondi le plus élevé.

Le « **Worst of ISR** » (**WoI**) est composé des 50 sociétés les moins bien notées de l'Eurostoxx 300. La détermination du nombre de titres pour chaque secteur est la même que pour le Best of ISR.

1.4. Période d'étude et source de données

Initialement consacrée à la période 30 décembre 2004 / 30 septembre 2009, l'étude a été prolongée jusqu'au 30 juin 2010. Au cours de cette période pourtant relativement courte se sont succédés des configurations de marché extrêmement contrastées. Aussi, est-il difficile de tirer des conclusions globales des comparaisons effectuées, parce qu'elles font apparaître des écarts très différents suivant les sous-périodes.

1.5. Principes de notation

1.5.1 Processus de la Banque Sarasin : La Matrice Sarasin®

L'originalité de la méthode de la Banque Sarasin réside dans la double notation, sur une échelle de 0 à 5, du secteur (best of class) et de la valeur (best in class) de façon à délimiter un univers investissable. Les critères d'analyse découlent des principes internationaux qui définissent les comportements responsables (Global Compact de l'ONU).

Banque Sarasin utilise une sectorisation différente de celle de l'Eurostoxx, avec plus d'une cinquantaine de secteurs, que l'on peut considérer comme des sous-secteurs de l'Eurostoxx 300.

En ce qui concerne le secteur, la notation se fait à partir de l'analyse de 4 dimensions appliquées aux 3 étapes du processus de production. La grille d'analyse se présente comme suit :

	Pré Production	Production	Produit
Utilisation des ressources			
Emissions toxiques			
Ressources humaines			
Conflits sociaux potentiels			

L'entreprise est quant à elle, notée en fonction de :

- Son profil environnemental
- Son profil social

Chaque profil se décompose en une liste de critères et de sous-critères, ces derniers pouvant différer d'un secteur à l'autre.

Pour chaque critère, la note est donnée en fonction de la sur/sous performance de l'entreprise par rapport à la moyenne de son secteur.

Les critères englobés par le profil environnemental sont :

- Stratégie et Management
- Pré production
- Produits et Services

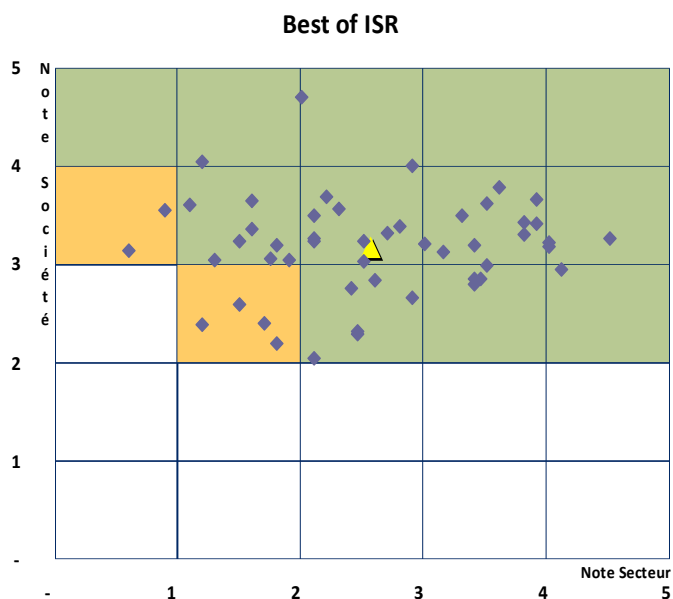
Ceux du profil social sont :

- Ressources humaines
- Droits de l'homme
- Consommateurs et marchés
- Gouvernance

Pour Banque Sarasin, le profil environnemental détermine la moitié de la note, ce qui correspond au concept de développement durable dans le monde helvétique et germanophone.

En France, l'importance accordée au profil environnemental est à peu près la même que celle accordée à chacun des critères du profil social. Afin d'être en adéquation avec cette conception de l'ISR, la note fournie par Banque Sarasin est repondérée de manière à donner à chaque critère un poids compris entre 10% et 30%.

Sont considérées comme « *sustainable* », les entreprises figurant dans la partie colorée de la Matrice. A chaque « case » de la matrice est associée une note allant de 0 à 5.



1.6. Principes de sélection des portefeuilles

Les valeurs de l'Eurostoxx 300 sont aujourd'hui couvertes par le Centre de recherche de Banque Sarasin à 98% en termes de capitalisations et à 93% en nombre de valeurs.

Le tableau suivant reprend par secteur, le nombre de valeurs notées par rapport au nombre total de titres dans le secteur, au début de la période d'étude :

Tableau 1 : Proportion de valeurs notées dans l'indice Eurostoxx 300

<i>Au 30/12/2004</i>	<i>poids du secteur dans l'indice</i>	<i>Nbre de valeurs du secteur</i>	<i>Nombre de valeurs notées</i>	<i>% de valeurs notées</i>
Basic Materials	5.2%	18	17	94%
Communications	15.6%	41	38	93%
Consumer, Cyclical	6.2%	33	32	97%
Consumer, Non-cyclical	11.2%	45	43	96%
Diversified	1.0%	5	3	60%
Energy	10.7%	10	10	100%
Financial	31.2%	83	71	86%
Industrial	8.9%	39	34	87%
Technology	2.6%	13	12	92%
Utilities	7.5%	19	18	95%

Nous constatons que les secteurs sont couverts de manière homogène. La seule exception est le secteur *Diversified* dont le poids est très faible dans l'indice. On peut donc affirmer que la sélection ISR n'introduit *a priori* aucun biais par défaut de couverture.

Les règles de sélection sont les mêmes pour les deux portefeuilles (le Best Of et le Worst Of ISR), hormis le fait qu'elles vont dans des sens opposés. Les portefeuilles sont reconstitués une fois par trimestre, sur la base des changements dans l'indice lui-même (apparitions, sorties) et d'éventuels changements de note.

L'étude a porté sur des séries ex-dividendes (portefeuilles et indice). En dehors des rebalancements trimestriels et de la disparition de certains titres, la constitution du portefeuille reste relativement stable (voir point 2.3).

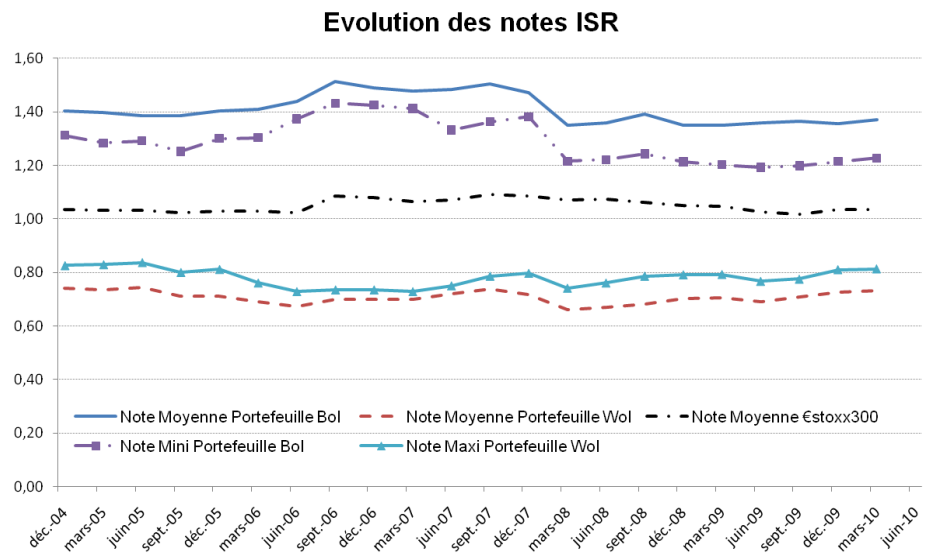
2. Constitution des portefeuilles

Avant de mesurer leur performance, il est nécessaire de vérifier que la sélection opérée a conduit à constituer des portefeuilles parfaitement qualifiés – en positif ou en négatif - en termes de notation ISR et se distinguant nettement du benchmark.

2.1. Efficience de la sélection ISR

La méthode retenue pour constituer les portefeuilles aboutit à des notes parfaitement différenciées : la note du Bol est quasiment double de celle du Wol et très nettement supérieure à celle de l'indice ; la frontière entre les notes inférieures du Bol et les notes supérieures du Wol est clairement établie.

Graphique 1 : Evolution des notes ISR (échelle de 0 à 2)



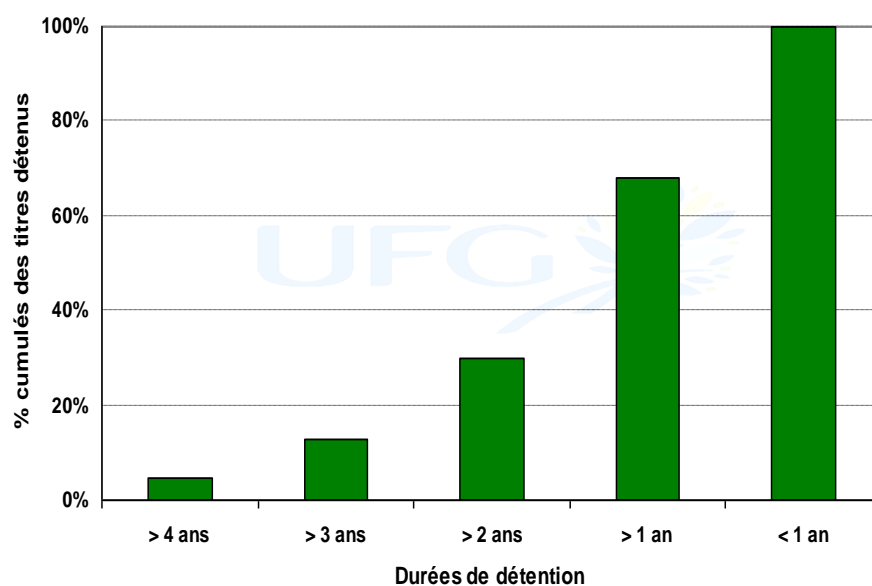
2.2. Composition et rotation des portefeuilles

Tableau 2: Taux de rotation trimestriel moyen des portefeuilles
Nombre d'entrées sur nombre total de valeurs (50).

	2005	2006	2007	2008	2009
Best of ISR	16%	26%	30%	33%	22%
West of ISR	19%	22%	24%	24%	27%

Les mouvements impactés par les rebalancements de l'indice et les OST ainsi que, plus marginalement, par les changements de note peuvent paraître importants au regard d'une gestion passive du point de vue financier. En fait, le taux de rotation qui exprime un nombre de transactions ne donne que peu d'indications sur la stabilité réelle du portefeuille. Il est à cet égard beaucoup plus intéressant de regarder la durée moyenne de détention des différentes valeurs pour évaluer la dimension du noyau stable de ce portefeuille.

Graphique 2 : Stabilité du portefeuille Best of ISR



Les deux tiers des titres restent dans le portefeuille plus d'une année et plus de 30% sont détenus pendant plus de deux ans. Ces chiffres montrent une relative stabilité de la composition du portefeuille.

Ajoutés à la rotation naturelle des titres au sein de l'indice lui-même (évolution des capitalisations, fusions-acquisitions) et à l'effet des repondérations sectorielles, les mouvements dus aux changements de notes ISR sont proportionnellement faibles. En effet, même si ces notes sont revues trimestriellement avec la possibilité qu'une entreprise voie sa note réévaluée à la baisse comme à la hausse (ce qui peut, soit lui coûter sa place dans le portefeuille BoI, soit lui valoir une entrée dans ce portefeuille) et hormis quelques événements extrêmes relatifs à quelques valeurs, la notation ISR s'avère peu volatile. Elle est par construction basée sur des critères généralement longs (critères ESG), définissant une stratégie globale d'entreprise et un positionnement environnemental, social et sociétal qui nécessite généralement beaucoup d'effort à long terme.

3. Résultats économétriques. Analyse des performances

3.1. Performances. Présentation graphique. Analyse économétrique

3.1.1. Performances absolues

L'analyse des performances sur la période 2005-2010 repose sur un certain nombre d'indicateurs de performance absolue (rentabilité moyenne, écart-type, Skewness...) et relative des deux portefeuilles et des indices.

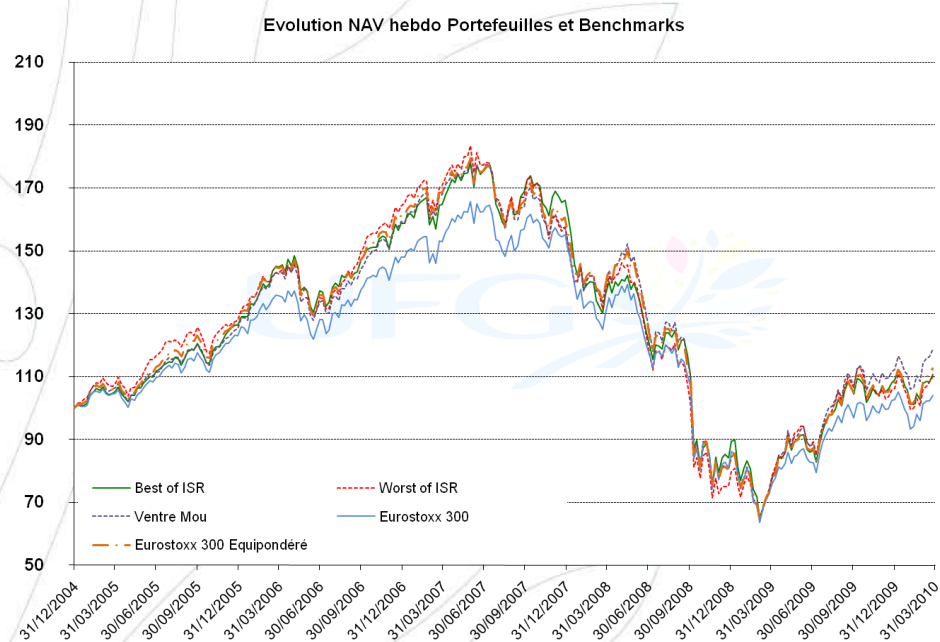
Comme le montrent le tableau et les graphiques suivants, **le portefeuille Best Of ISR surperforme son benchmark tout au long de la période. Il surperforme nettement le Wol sur la période de crise août 2007 - mars 2009.** Cependant il sous-performe légèrement le portefeuille Wol durant la hausse de 2006 (phase de bull market) et plus nettement pendant le rebond de 2009.

L'étude des performances est complétée par celle de deux autres références. D'une part, l'ensemble des titres qui ne sont ni dans le « Best of », ni dans le « Worst of » et que, par analogie avec la littérature sportive, nous appelons « **ventre mou de l'indice** ». D'autre part, l'eurostoxx 300 équipondéré, que nous avons reconstitué pour vérifier que notre choix de construire des portefeuilles équipondérés n'introduit pas de distorsion avec les indices classiques, pondérés par les flottants. On voit que l'Eurostoxx classique et l'Eurostoxx équipondéré évoluent quasiment en ligne, sauf dans les phases de fortes hausses. En revanche, le « ventre mou » surperforme tous les autres portefeuilles et indices depuis le point bas de mars 2009, ce qui lui permet d'afficher au final une performance « flat » sensiblement supérieure.

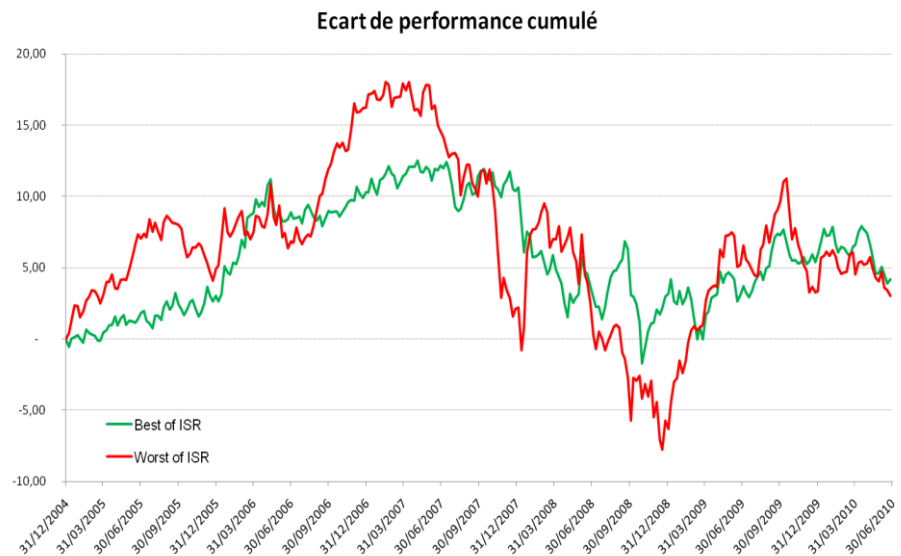
Tableau 3 : Performances annuelles et globale (flat) des portefeuilles et de l'indice Eurostoxx300

	<i>Best of ISR</i>	<i>Worst of ISR</i>	<i>Ventre Mou</i>	<i>Eurostoxx 300</i>	<i>Eurostoxx 300 équilibré</i>
2004-2010	(4,33%)	(4,82%)	6,44%	(7,85%)	(1,19%)
<i>2005</i>	26,32%	27,94%	25,20%	23,02%	27,21%
<i>2006</i>	25,57%	28,38%	27,34%	20,28%	26,91%
<i>2007</i>	4,65%	(4,13%)	(1,04%)	4,87%	(0,52%)
<i>2008</i>	(47,98%)	(51,02%)	(47,56%)	(46,32%)	(48,68%)
<i>2009</i>	26,16%	37,66%	35,62%	23,37%	30,97%
<i>2010</i>	(12,18%)	(10,33%)	(5,13%)	(10,32%)	(8,47%)

Graphique 3 : Evolution des Valeurs Nettes en base 100 (31/12/2004)



Graphique 4 : Ecart de performance cumulé (vs Benchmark).



3.1.2. Analyse du risque

Les statistiques portant sur les rendements hebdomadaires des cinq portefeuilles étudiés sont assez proches, seuls les moments d'ordre 3 et 4 du « ventre mou » se distinguent du lot. Ce portefeuille est le seul à avoir un ratio de Sharpe positif, grâce à sa performance en fin de période d'étude.

Tous les portefeuilles et les indices ont une skewness² négative, ce qui reflète la tendance baissière des marchés sur la période. L'excès de Kurtosis³ est très élevé pour les portefeuilles et les indices.

La statistique de Jarque-Bera confirme qu'aucune série ne suit une loi normale, ce qui ne surprend pas au vu des événements de marché hors normes de l'automne 2008 (Existence d'Outliers importants : une semaine à -24%, trois semaines d'amplitude supérieure à 10%).

² Coefficient d'asymétrie

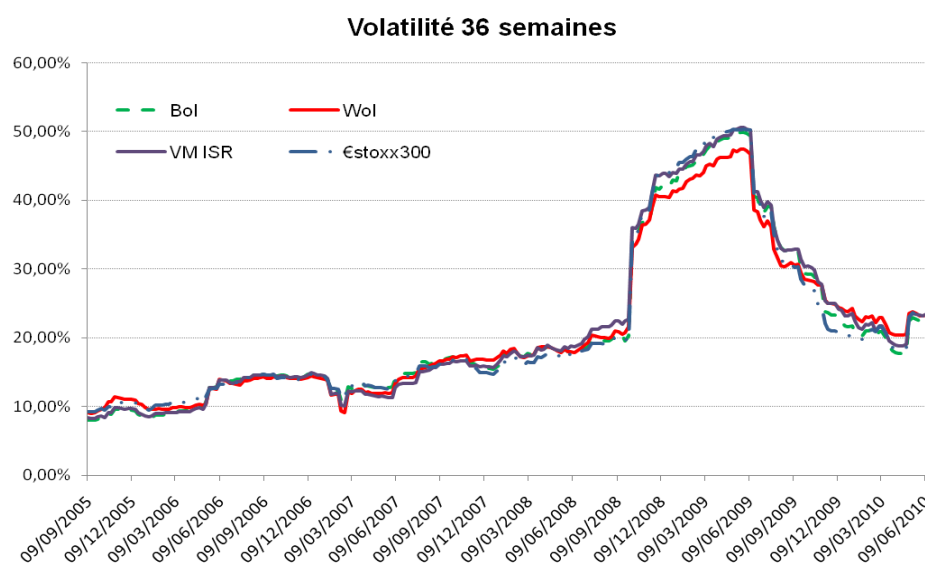
³ Coefficient d'aplatissement (moment d'ordre 4 de la série des rendements périodiques)

Tableau 4. Comparaison des statistiques des portefeuilles et des indices

Absolute Statistics	Best of ISR corrigé	Worst of ISR Corrigé	Ventre mou Corrigé	Eurostoxx 300 Equipondéré	Eurostoxx 300
# Obs	287	287	287	287	287
Rendement Annualisé	(0,84%)	(0,90%)	1,13%	(0,23%)	(1,47%)
Volatilité Annualisée	23,04%	22,80%	23,55%	22,82%	23,18%
Max	11,64%	9,09%	11,25%	10,45%	11,77%
Min	(21,25%)	(20,03%)	(21,55%)	(22,04%)	(21,76%)
Moyenne	0,04%	0,03%	0,08%	0,05%	0,02%
Médiane	0,42%	0,48%	0,43%	0,45%	0,33%
MAX Drawdown	(63,37%)	(64,82%)	(64,27%)	(63,96%)	(61,58%)
VaR CF	(13,95%)	(12,62%)	(14,03%)	(14,47%)	(14,63%)
Skewness	(1,36)	(1,15)	(1,24)	(1,47)	(1,24)
Kurtosis	7,47	5,68	7,10	8,52	8,12
Jacque Bera	755,82	449,30	675,88	971,22	863,03
Sharpe Ratio	(0,037)	(0,039)	0,048	(0,010)	(0,064)

3.1.3. Analyse des performances ajustées du risque

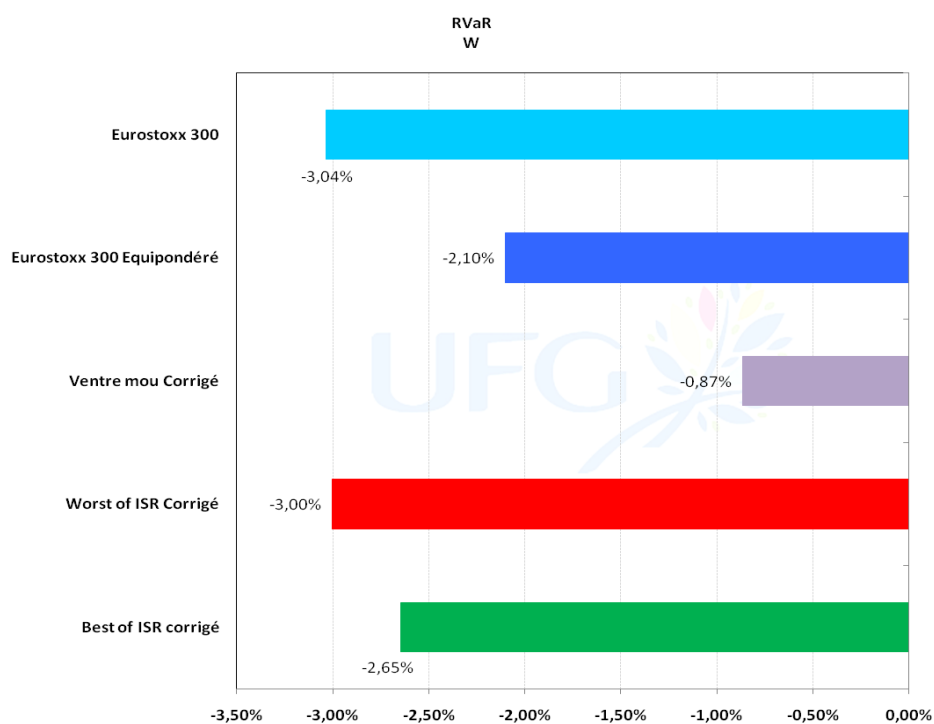
Graphique 5 : Volatilité 36 semaines des indices et portefeuilles



Sur la période 09/2005-06/2010, les volatilités des fonds Bol et Wol sont assez proches de celle de l'indice. On remarque que pendant la dernière phase de la crise (09-2008 --> 03-2009), les deux portefeuilles ont enregistré une forte hausse de leurs volatilités respectives (en ligne avec le benchmark).

Cependant une moindre hausse de la volatilité du portefeuille Wol est constatée. Une hypothèse plausible mais non vérifiée pour expliquer ce phénomène est que les titres composants le portefeuille Wol sont moins liquides que ceux du Bol et que, face à l'ampleur de la crise, les investisseurs ont dû sacrifier les titres les plus négociables, ce qui expliquerait l'écart des volatilités entre ces deux portefeuilles sur cette période. Cette hypothèse est corroborée par le décrochage des corrélations entre large caps et mid caps en janvier 2008.

Graphique 6 : Rendements ajustés de la VaR (extension de Cornish Fisher)



Sur la période d'étude, Les rendements ajustés de la Var CF⁴ (36 semaines) montrent un léger avantage pour le portefeuille Bol contre le portefeuille Wol et l'Eurostoxx 300.

⁴ La Var Cornish Fisher est une extension de la Var Normale qui tient compte de l'asymétrie de la distribution et de l'épaisseur de la queue de distribution des rendements.

Tous ces résultats démontrent le fait que **choisir des valeurs sur des critères extra-financiers n'obère pas la performance financière.**

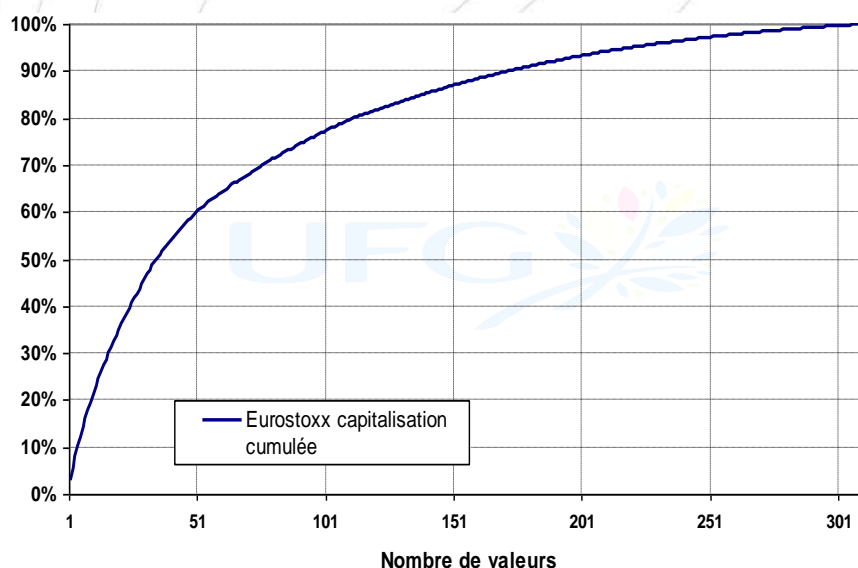
3.2 Vérification de l'absence de biais liés à la sélection ISR

Avant de pouvoir conclure sur les données statistiques examinées à la section précédente, il est nécessaire de vérifier que la sélection ISR n'introduit pas de biais, de capitalisation de PER, ou sectoriel qui expliquerait les observations sur les performances.

3.2.1 Biais de capitalisation

L'analyse de l'univers de l'Eurostoxx en termes de capitalisations révèle une forte concentration de la capitalisation totale sur un nombre réduit de « *Mega caps* ».

Graphique 7 : Capitalisation cumulée de l'Eurostoxx300 (au 31/07/2009)



Un portefeuille équilibré limité à cinquante valeurs pourrait de ce fait présenter un fort biais dans sa représentation des quantiles de capitalisation. Ce biais éventuel est mesuré par la sur/sous-pondération des portefeuilles vis à vis de l'indice selon la capitalisation des titres.

Pour tenir compte des fortes variations des cours boursiers sur la période étudiée, les bornes délimitant les grandes capitalisations (large caps) des moyennes (mid caps) et des petites (small caps) ont été modifiées d'une année à l'autre.

L'étude fait apparaître une surpondération modeste et permanente des large-caps dans le BOI d'environ 10%. Il y a symétriquement une surpondération des mid-caps dans le WOI.

Tableau 5. Biais de capitalisation

		Sur/Sous Pondération moyenne vs Eursotxx 300 (par capitalisation)				
		2005	2006	2007	2008	2009
Bol vs. €stoxx300	Large Cap	> 8 Mds 8.36%	> 10 Mds 10.07%	> 12 Mds 12.92%	> 8 Mds 11.61%	> 6 Mds 6.78%
	Mid Cap	-8.36%	-10.07%	-12.92%	-11.61%	-6.77%
	Small Cap	<500 M ^e -0.005%	<500 M ^e -0.01%	<500 M ^e -0.01%	<500 M ^e -0.005%	<500 M ^e -0.01%
Woi vs. €stoxx300	Large Cap	> 8 Mds -8.09%	> 10 Mds -11.08%	> 12 Mds -12.86%	> 8 Mds -21.18%	> 6 Mds -3.89%
	Mid Cap	8.09%	11.08%	12.86%	21.20%	3.93%
	Small Cap	<500 M ^e -0.02%	<500 M ^e -0.03%	<500 M ^e -0.03%	<500 M ^e -0.02%	<500 M ^e -0.03%

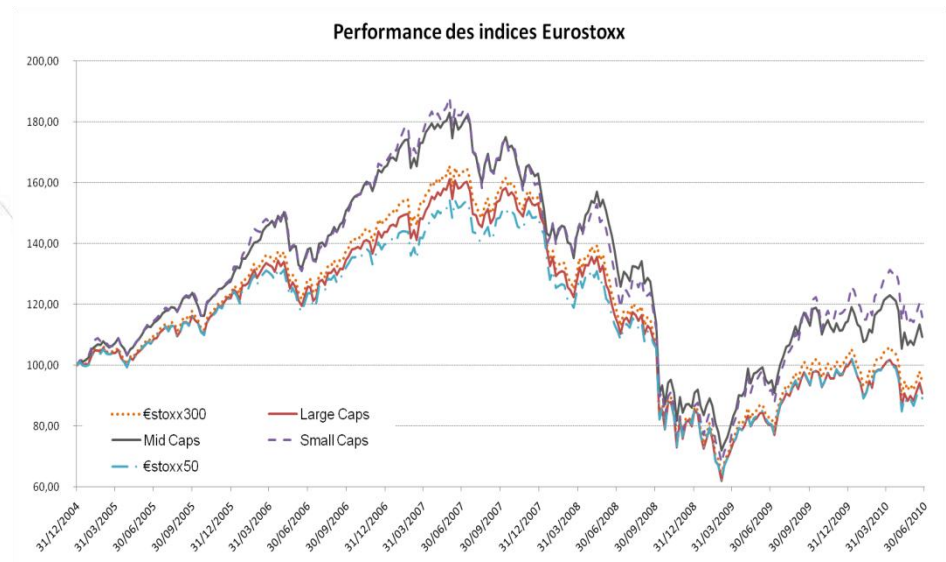
Pour estimer l'effet de ce biais sur la performance, nous avons utilisé les indices segmentés de l'Eurostoxx 300 (SXXE)

- ✓ Eurostoxx 50 (Stoxx50E) pour les cinquante premières capitalisations,
- ✓ LCXE pour les cent premières capitalisations,
- ✓ MCXE pour les cent suivantes,
- ✓ SCXE pour les cent dernières.

La frontière entre les indices L et M se situe sensiblement au niveau des bornes que nous retenons pour distinguer « Larges » et « Mids ». Le dernier indice, « S », ne comprend aucune « small cap » au sens généralement admis et tel que nous l'avons défini plus haut (1.2).

Sur la période étudiée, l'indice « L » sous-performe les indices « M » et « S », qui ont des comportements très similaires.

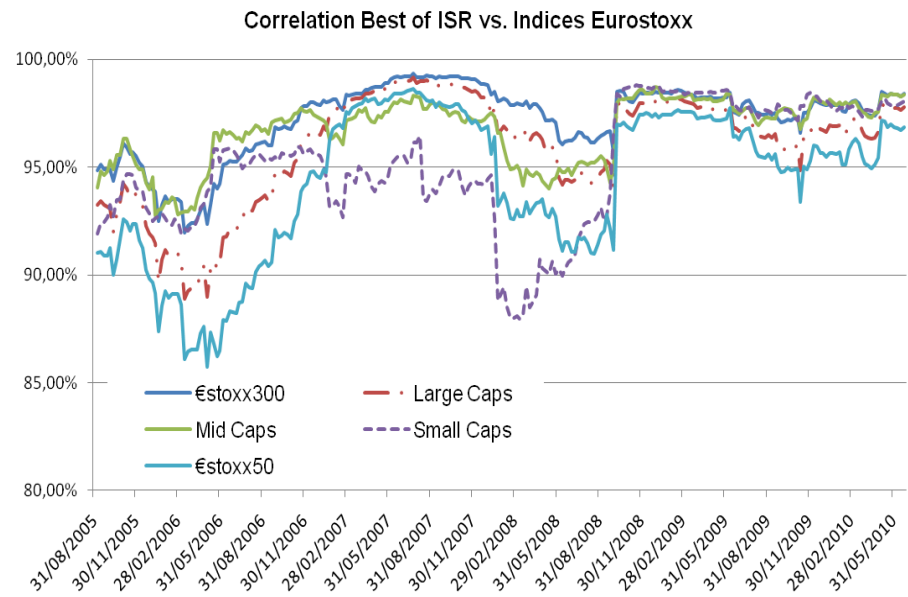
Graphique 8 : Performance des indices Eurostoxx



Dans une attribution de performance classique, cette sous-performance combinée à la surpondération des « large caps » dans le portefeuille Bol, produirait une contribution négative que nous avons estimée à **0,4 % par an sur la période, à attribuer au stock-picking ISR.**

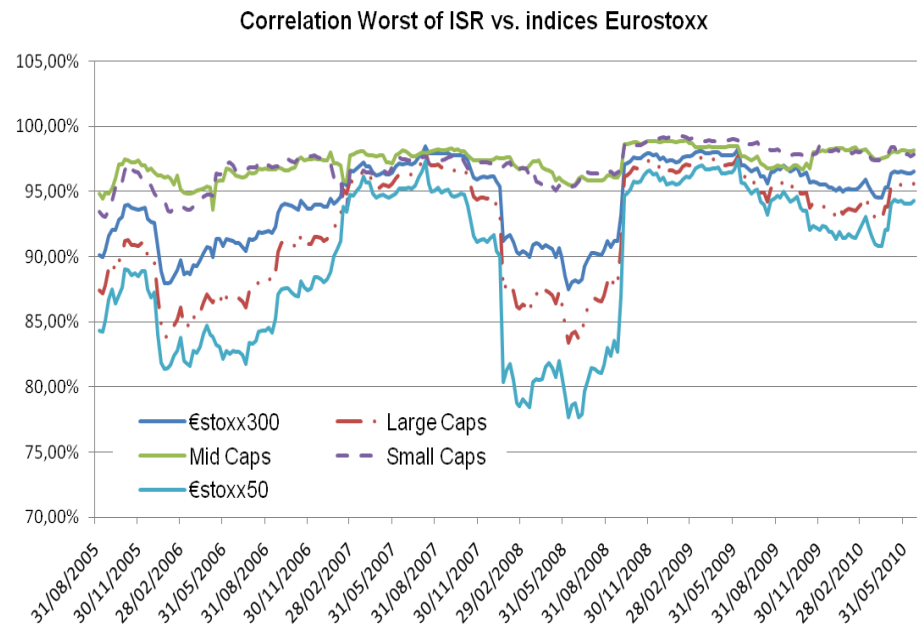
Ce résultat n'est toutefois pas confirmé par l'analyse économétrique du style. En effet, l'analyse des corrélations glissantes (36 semaines) entre le portefeuille Bol et les cinq indices Eurostoxx montre que la relation aux deux indices « large » (Eurostoxx50 et Eurostoxx 100) n'est pas stable avec en particulier un fort décrochage au moment du premier « crash » de janvier 2008.

Graphique 9 : Corrélations en glissement Bol vs indices Eurostoxx



En revanche, la même analyse révèle que le portefeuille Wol, globalement sous-performant, a clairement un biais mid-caps avec des corrélations très élevées et stables avec les indices Eurostoxx M (101 à 200) et S (201 à 300), globalement surperformants.

Graphique 10 : Corrélations en glissement Wol vs indices Eurostoxx



Au total, les éléments contradictoires fournis par ces mesures démontrent que **la sélection ISR n'introduit aucun biais de performance lié à la capitalisation des valeurs sélectionnées.**

3.2.2. Biais de PER

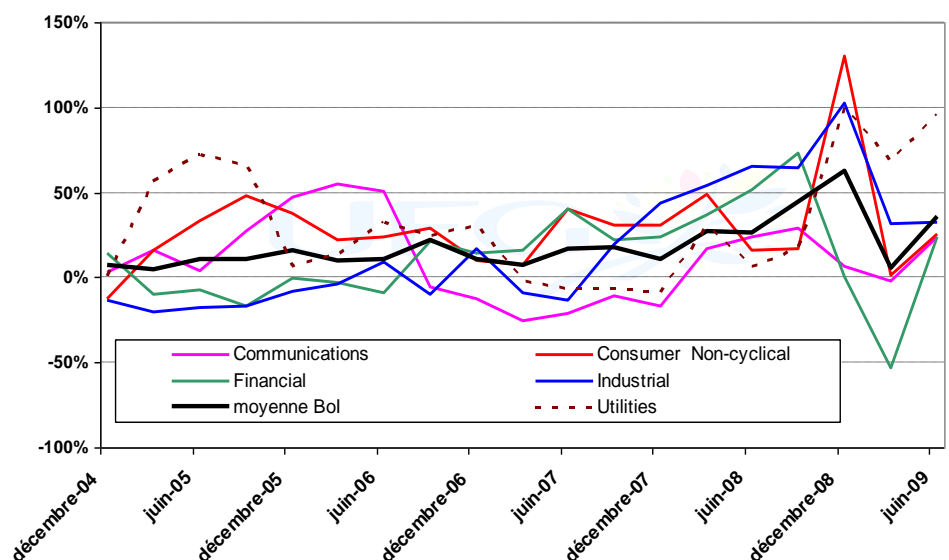
Les entreprises sélectionnées ont-elles des PER en ligne avec les moyennes de l'univers ou, au contraire, l'application du filtre ISR conduit-elle à des PER différents ? La démarche ISR introduit-elle un handicap ou un avantage, à travers la cherté relative des entreprises par rapport à la moyenne de leur secteur ?

Sur la période étudiée, le PER moyen du Bol est légèrement supérieur à celui de l'indice.

Traduit en pourcentage du PER, cet écart traduit une cherté relative de l'ordre de 20% des valeurs sélectionnées, en moyenne sur la période.

Graphique 11: PER relatifs

PER RELATIFS : cinq principaux secteurs et ensemble du portefeuille



On constate une tendance légèrement haussière du **biais positif de PER**. La période sous revue est trop courte et surtout marquée par une trop grande volatilité des cours boursiers et une évolution

chaotique des BPA (notamment du secteur financier) pour qu'on en tire quelque conclusion.

Cette observation suscite néanmoins beaucoup d'intérêt dans la mesure où l'un des arguments favorables à la gestion ISR repose sur **la diminution progressive dans le temps des primes de risque** relatives des valeurs les mieux notées, ce qui paraît bien se produire ici.

3.2.3. Biais sectoriel

3.2.3.1. Nombre de valeurs du portefeuille vs benchmark et impact éventuel sur la note

Le processus de construction des portefeuilles fait que le nombre de valeurs incluses est proportionnel au poids du secteur et qu'on va donc sélectionner pour le Bol des entreprises d'autant moins bien classées dans la hiérarchie « ISR » que le poids du secteur augmente (et inversement pour le Wol). En théorie, ce phénomène pourrait affecter la recherche de « Best of / Worst of » qui préside à cette étude.

En pratique, il n'en est rien. Les secteurs de l'énergie et des utilities, en dépit de leurs méga-capitalisations, conservent une frontière étanche entre les deux portefeuilles. Pour les huit autres secteurs, le taux d'inclusion du *Best of* (nombre de valeurs investies/nombre de valeurs notées du secteur) oscille entre 8% et 25%, ce qui correspond parfaitement à l'objectif recherché.

3.2.3.2. Biais sectoriel lié aux arrondis (nombre entier de valeurs équipondérées en représentation d'un secteur)

L'examen des pondérations sectorielles ne fait ressortir que cinq cas d'écarts supérieurs à 3% (sur 190 pondérations). On peut prévoir qu'une attribution de performance sectorielle fine ne ferait ressortir aucun résultat significatif.

Conclusion

L'étude empirique réalisée sur l'univers de l'Eurostoxx 300 nous a permis d'isoler l'impact de la sélection extra-financière en mesurant la performance de deux portefeuilles constitués exclusivement à l'aide des notes ISR, le premier englobant les meilleures entreprises de chaque secteur de l'indice en termes d'ISR et le second les valeurs les moins bien notées.

Les résultats obtenus permettent de conclure que le filtre ISR mis en œuvre ne réduit pas la performance d'un portefeuille. Au contraire, **l'analyse montre une performance du portefeuille Best of ISR supérieure à celle de l'indice large sur toute la période et une surperformance vis-à-vis des autres portefeuilles pendant la crise financière.**

Les indicateurs de risque des portefeuilles ne font pas apparaître de différences significatives. Contrairement au discours standard, le filtre ISR ne diminue pas le risque. Sans aucun doute la période de crise traversée depuis l'été 2007 a-t-elle homogénéisé les comportements voire même défavorisé les valeurs les plus solides, restées les plus liquides.

Cette démonstration empirique confirme l'intuition des promoteurs de l'ISR quant à l'apport d'une sélection extra-financière dans un processus d'allocation, en complément d'une approche top-down traditionnelle ou d'une gestion thématique. Loin de jouer un rôle de filtre réducteur contraignant la performance, **la démarche ISR apparaît bien comme un discriminant positif de l'univers d'investissement.** Cette conclusion devra être étayée ultérieurement par l'étude de l'évolution des primes de risque ex-ante, afin de vérifier si ce constat expérimental repose sur une évolution visible de l'appréhension, par le marché, des bienfaits de la RSE.

Enfin, il est clair que les différentes méthodes utilisées pour la notation ISR ne peuvent avoir de prétention universelle. La méthode matricielle qui a été mise en œuvre dans cette étude, spécifique à Banque Sarasin, reste subjective. Même si sa pertinence est avérée par son utilisation depuis 20 ans, elle reste discutable et perfectible. Si elle a pu être totalement formalisée dans le cadre de la présente étude, sa mise en application dans la gestion réelle comportera toujours une part de pragmatisme dans les arbitrages entre valeurs éligibles présentant des hiérarchies financières et extra-financières inverses.

Bibliographie

Amenc N. et Le Sourd V. [2008], « The Performance of Socially Responsible Investment. A study of the French Market », *EDHEC Risk and Asset Management Research Center*

Brinson G.P., Singer, B.D. et Beebower, G.L. [1991], « Determination of Portfolio Performance II: An Update », *Financial Analyst Journal*, vol. 47, n°3, pp 40-48.

Magnier, B. et Schaff E. [2008], « RSI Fund Performance analysis of responsible and sustainable equity fund », *Altedia Investment Consulting*

Mercer M., Carpenter G. et Wyman O. [2009], « Shedding light on responsible investment », *Mercer*
http://www.responsibleinvestment.org/files/W8MOKQRKAJ/Mercer_Shedding_light_on_responsible_investment_free_version.pdf

Mercer M., Carpenter G. et Wyman O. [2007], « Demystifying Responsible Investment Performance », *Mercer*
http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf