

# **Y A –T-IL UN SACRIFICE À ÊTRE ÉTHIQUE ? UNE ÉTUDE DE PERFORMANCE DES FONDS SOCIALEMENT RESPONSABLES AMÉRICAINS**

**Radu Burlacu, Isabelle Girerd-Potin, Denis Dupré**

**ESA – CERAG**

Université Grenoble 2

Mars 2003

**Résumé :** L'investissement socialement responsable fait l'objet d'une forte demande, notamment aux Etats-Unis. Les fonds éthiques constituent l'accès principal à cet investissement pour les investisseurs individuels. Ces investisseurs doivent-ils consentir un sacrifice financier comme la théorie le laisse supposer ? L'étude porte sur un échantillon de 50 fonds éthiques américains sur la période 1997-2002 comparé à un échantillon de contrôle de 1688 fonds actions américains. Il ressort qu'il n'y a pas de différence significative de performance financière entre les deux catégories de fonds, aussi bien pour la sélection des titres que pour le market timing. En conséquence, soit l'éthique n'a pas de coût, soit le coût est compensé par un déséquilibre temporaire voire une anomalie d'efficience, soit les fonds éthiques ne sont pas aussi éthiques qu'ils veulent bien le dire. Si l'on met en regard la gestion active éthique des fonds avec la gestion passive représentée par un indice éthique, les fonds éthiques ont un comportement moins bien expliqué par les indices éthiques que par les indices conventionnels. La performance des indices éthiques est supérieure à celle des fonds, ce qui plaide pour une gestion indicielle éthique. Enfin, la dernière question évoquée et qui nécessitera des développements futurs pose des jalons sur la relation entre intensité et nature de l'engagement éthique, d'une part, et performance financière, d'autre part. Les fonds qui utilisent un grand nombre de critères de screening et les répartissent de façon équilibrée entre screening positif et négatif ont de bonnes performances.

**Contact :** Isabelle GIRERD-POTIN

ESA – CERAG, Université Grenoble 2

BP 47

38040 GRENOBLE CEDEX 9

e-mail : [isabelle.girerd@esa.upmf-grenoble.fr](mailto:isabelle.girerd@esa.upmf-grenoble.fr)

tél : 04 76 82 78 09

# **Y A –T-IL UN SACRIFICE À ÊTRE ÉTHIQUE ? UNE ÉTUDE DE PERFORMANCE DES FONDS SOCIALEMENT RESPONSABLES AMÉRICAINS**

## **INTRODUCTION**

Bien que la théorie financière ait jusqu'à présent complètement ignoré la dimension morale des placements, on ne peut que faire le constat d'une forte demande en la matière, demande à laquelle répond une offre de plus en plus grande. L'accès pour les investisseurs individuels aux investissements éthiques se fait notamment par les fonds éthiques. Ils s'attachent au respect de critères moraux, sociaux et/ou écologiques par les entreprises dans lesquelles ils investissent. La terminologie « fonds socialement responsables » tend à englober et supplanter aux USA la désignation « fonds éthiques ».

Aux Etats-Unis, on recense trois formes de manifestation éthique dans l'investissement financier : la première à se développer a été le « screening » des fonds investis, suivie par l'activisme actionnarial puis l'investissement solidaire. La première génération de fonds éthiques fonctionne par élimination de certains titres de sociétés (screening négatif). Ils veillent à ne pas investir dans les actions du péché (sin stocks). Ce choix négatif se caractérise par la suppression pure et simple du portefeuille de titres investis par exemple dans le tabac, l'alcool, la pornographie et les jeux d'argent. Plus tardivement est apparue une forme de sélection des titres fondée sur la notion d'éthique positive. L'investisseur ne se borne plus à éliminer les titres des sociétés de secteurs non-éthiques, mais investit seulement dans les titres des entreprises éthiques afin de favoriser leur développement futur (screening positif). Ce type d'investissement cherche notamment à favoriser les entreprises appartenant aux secteurs dits socialement utiles tels que la santé, l'environnement ou l'éducation, celles qui se préoccupent des relations avec les employés et les entreprises agissant en faveur de la préservation de l'environnement. Contrairement à la première génération de fonds, on se focalise sur la politique de l'entreprise et pas seulement sur l'activité ou le produit. Outre la sélection de titres, le comportement éthique se traduit aujourd'hui par une intervention dans la gestion des entreprises. Les investisseurs tentent d'influencer la politique des entreprises en utilisant leurs droits de vote, ce que l'on nomme l'activisme actionnarial. L'objectif est d'arriver à un mode de gestion de l'entreprise où les actionnaires édictent les règles d'organisation et de gestion des entreprises dans le but

d'optimiser la rentabilité mais aussi de faire évoluer la politique sociale, environnementale. Certains gérants de fonds donnent des conseils pour voter au cours des assemblées. Les fonds éthiques sont amenés à évoluer vers d'autres formes d'investissement ou d'intervention. Ainsi, des fonds mutuels obligataires consacrent par l'intermédiaire d'institutions financières de développement une partie de leurs actifs à des prêts en capital pour des personnes ou des petites entreprises qui n'en obtiendraient pas par les canaux traditionnels : c'est l'investissement solidaire. Le but est de financer des secteurs sous-investis tels que les logements à prix modérés ou les entreprises de petite taille créatrices d'emplois.

Le marché des fonds socialement responsables américains représente 2 340 milliards de \$ soit environ 12 % du total des capitaux gérés professionnellement en 2001. Le taux de croissance est de 8% en deux ans, durée écoulée depuis le dernier rapport du Social Investment Forum. Sur ce total, 2030 milliards subissent des techniques de sélection (screening) et 906 milliards de dollars sont gérés selon l'activisme actionnarial. Sur l'ensemble des 2030 milliards de dollars, 153 milliards sont en supports de gestion collective. Le nombre de fonds mutuels socialement responsables est en croissance rapide. Il est passé de 35 en 1994 à 230 en 2001.

L'étude que nous proposons a plusieurs objectifs qui recoupent le découpage du papier. La première question à laquelle nous souhaitons répondre porte sur la performance comparée des fonds éthiques et des fonds similaires non éthiques : les fonds éthiques ont-ils une performance financière sur les dernières années supérieure, inférieure ou égale aux fonds de même catégorie non classés éthiques ? Beaucoup de prospectus et d'articles affirment que l'éthique et la rentabilité financière vont de pair. Pour répondre à cette question, la première partie présente d'abord les considérations théoriques éclairant le débat puis les mesures de performance habituelles sur un échantillon de fonds actions éthiques et un échantillon de fonds actions conventionnels.

Le deuxième aspect de la problématique porte sur la qualité de la gestion des gérants de fonds éthiques. De la même manière que l'on compare la gestion active à la gestion passive de type indiciel, nous allons comparer la gestion des fonds éthiques à une gestion indicielle éthique. L'univers d'investissement doit être similaire pour que les comparaisons soient valides. Aussi, les résultats des fonds éthiques seront évalués au regard des rentabilités d'un indice éthique. C'est l'objet de la deuxième partie.

Tous les fonds gérés n'ont pas la même force dans l'orientation éthique. Peut-on mettre en évidence une relation entre le niveau et la nature de l'engagement éthique du fonds et sa performance ? Dans une troisième partie, nous chercherons à évaluer cette relation, en adoptant plusieurs mesures de l'engagement éthique des fonds. Cette dernière partie sera aussi l'occasion de pointer les différentes sortes de fonds éthiques.

## **1. PERFORMANCE COMPARÉE DES FONDS ÉTHIQUES ET NON ÉTHIQUES**

### **1.1. Pourquoi l'éthique ne devrait pas rapporter durablement plus ?**

Dans la littérature, les opinions divergent quant à la relation entre performance financière et éthique. Pour notre étude, la seule performance financière importante est la performance boursière puisqu'on travaille avec des portefeuilles d'actions. Dans ce cas, nous pouvons montrer que choisir durablement l'éthique, c'est accepter de consentir un sacrifice financier en termes de rentabilité des placements. Supposons d'abord que les investisseurs éthiques soient trop peu nombreux pour peser sur l'équilibre rentabilité – risque de marché et qu'en conséquence leur présence ne modifie pas les espérances de rentabilité. Envisageons les deux formes de screening pratiquées. Pour l'investisseur qui procède par exclusion de titres, la réduction du risque par diversification sera moindre du fait de l'élimination du champ d'investissement d'entreprises voire de pans entiers de l'économie (tabac, alcool, armement...). Les investisseurs non éthiques ont eux, un choix plus grand de titres. Il n'y a pas de segmentation du marché, il y a seulement une catégorie d'investisseurs (éthiques) qui a un univers d'investissement plus restreint et donc des contraintes plus fortes. Si l'on s'intéresse aux investisseurs socialement responsables qui ne procèdent pas par exclusion pure et simple mais qui introduisent un critère de choix supplémentaire à la rentabilité et au risque purement financiers, leur portefeuille ne pourra pas être optimal au regard des seuls critères financiers. Le rajout de contraintes sociales a un coût en termes de performances financières même si ce coût peut s'avérer faible voire nul. Supposons maintenant qu'un flux important d'investisseurs se porte vers l'éthique : la courbe d'offre de capital et donc l'équilibre rentabilité - risque du marché sont affectés, le sacrifice financier étant plus grand que dans le cas où les investisseurs éthiques n'ont pas de poids significatif sur le marché. En effet, dans ce cas, toutes choses égales par ailleurs, la valeur d'une firme éthique sera plus forte que celle d'une firme non éthique et conjointement sa rentabilité espérée sera moindre. Une période transitoire de déséquilibre dû à un afflux de demande d'actions d'entreprises éthiques peut

générer provisoirement des rentabilités anormalement fortes pour les entreprises socialement responsables, ces rentabilités devenant inférieures à la rentabilité des entreprises non éthiques une fois l'équilibre de marché retrouvé. Le déséquilibre provoqué par la modification des comportements des investisseurs en faveur de l'éthique peut donc justifier une anomalie d'efficience avec des rentabilités anormalement fortes pour les firmes éthiques. Certains justifient cette anomalie en exposant que le critère éthique permet de détecter des titres sous-évalués qui n'étaient pas repérés par les autres instruments d'analyse fondamentale, ce qu'Innovest dénomme l'eco-efficiency anomaly.

Ces considérations théoriques vont permettre d'éclairer les résultats de performance des fonds éthiques. Si les performances sont supérieures à celles des fonds conventionnels, la cause en est un déséquilibre temporaire sur l'offre de capital ou une anomalie d'efficience se manifestant par une sous-évaluation anormale des firmes éthiques. Au contraire, si l'écart de performance est en faveur des fonds conventionnels, l'explication réside dans une diversification moindre et des contraintes sociales supplémentaires pour les fonds éthiques. Enfin, si les performances des deux types de fonds sont comparables, il se peut que les deux effets précédents jouent en sens opposé ou que le coût des contraintes éthiques soit trop faible pour apparaître dans les performances.

## **1.2. Etudes antérieures**

Les études académiques portant sur la performance des fonds éthiques montrent en général que les fonds éthiques ont des performances comparables au marché. Luther et al. (1992) sur un échantillon de 15 fonds éthiques du Royaume-Uni obtiennent une performance ajustée pour le risque légèrement supérieure à la performance des fonds conventionnels. Ils pensent que la légère surperformance des fonds éthiques pourrait être due à une sur-représentation des firmes de petite capitalisation (idée reprise dans Luther et Matatko, 1994). Diltz (1995) conclut que le screening éthique a peu d'influence sur la performance des portefeuilles. Reyes et Grieb (1998) montrent par des tests de cointégration sur un échantillon de 15 fonds éthiques et leur «pairs» que le comportement des séries temporelles de rentabilité diffère entre les fonds éthiques et les autres. Ils attribuent ces différences au screening effectué par les fonds. Par ailleurs, les performances rentabilité-risque sont moins bonnes pour les fonds éthiques que pour les autres. Goldreyer et Diltz (1999) étudient 49 fonds éthiques américains et ne détectent pas de sur ou sous performance systématique des fonds éthiques par rapport aux fonds conventionnels. Parmi les fonds éthiques, les fonds procédant au screening positif ont

une meilleure performance que ceux qui ne le font pas. L'étude de Cummings (2000) sur 7 fonds éthiques australiens montre une absence de sur ou sous-performance que ce soit par rapport au marché dans son ensemble ou relativement à la catégorie à laquelle appartient le fonds. Statman (2000) a comparé la performance de 31 fonds socialement responsables américains avec 62 fonds conventionnels. Les fonds responsables font moins bien que l'indice S&P 500 et que l'indice DSI mais aussi bien que les fonds conventionnels. Bauer, Koedijk et Otten (2002) étudient un échantillon de 103 fonds éthiques allemands, britanniques et américains au cours de la période 1990-2001. En utilisant le modèle multifacteurs proposé par Cahart, ils obtiennent peu de différences entre les performances des fonds éthiques et conventionnels. L'introduction de bêtas variables au cours du temps modifie un peu cette conclusion : les fonds domestiques américains ont une sous performance significative par rapport aux fonds conventionnels tandis que les fonds britanniques apparaissent avec une sur-performance. Par ailleurs, les auteurs mettent en évidence un effet d'apprentissage. Les fonds éthiques ont de mauvaises performances en début d'existence qui disparaissent l'âge venu.

### **1.3. Données**

L'étude porte sur les fonds mutuels américains de type actions. Pour repérer les fonds éthiques, la classification de la base Micropal complétée par celle de NIS (Natural Investment Services) a été utilisée. Les rentabilités sont calculées à partir de la base CRSP. La période d'étude va du 01/01/1997 au 31/03/2002. Les fonds sont inclus dans l'étude à condition d'avoir existé sur toute la période de 5 ans  $\frac{1}{4}$  ; on dispose alors de 63 rentabilités mensuelles pour chaque fonds. La base comprend selon ces critères 50 fonds. Ils sont comparés à un échantillon de contrôle vérifiant le même critère d'existence sur toute la période. Il comprend 1688 fonds américains actions classés « Growth » ou « Growth and Income » par la base CRSP et simultanément classés equity (actions) par Micropal. Il est à noter qu'en ne prenant en compte que les fonds vivants à la fin de période d'étude, nous ignorons les fonds disparus pendant la période. L'omission étant identique sur l'échantillon de fonds éthiques et de fonds de contrôle, on peut estimer que le biais du survivant affectera de la même manière les deux catégories. L'Annexe présente la liste des fonds éthiques retenus. Les caractéristiques moyennes de ces fonds en termes de taille, de turnover, de frais de gestion, de date de création sont rapportées et comparées aux mêmes caractéristiques mesurées sur des fonds conventionnels (tableau 1).

**Tableau 1**

**Caractéristiques des fonds éthiques et conventionnels des deux échantillons**

Caractéristiques	Fonds éthiques		Fonds conventionnels	
	50 fonds		1688 fonds	
	Moyenne	Médiane	Moyenne	Médiane
En-cours (millions de USD)	252	65	1004	119
Taux de Turnover (% encours)	70	61	91	70
Frais d'entrée max (% encours)	1,12	0	1,4	0
Frais de sortie max (% encours)	0,64	0	0,94	0
Frais de gestion (% encours)	1,53	1,4	1,4	1,2
Nombre d'années d'existence	9,2	8	10	8

N.B. : le taux de turnover est le rapport du minimum (achats annuels, ventes annuelles) à l'encours au 31/03/02

Les fonds éthiques sont beaucoup plus petits en capitalisation boursière que les fonds conventionnels. C'est la seule caractéristique pour laquelle la différence est statistiquement significative. Si l'on compare les médianes au lieu des moyennes, l'écart est beaucoup plus faible (65 millions d'USD pour les éthiques contre 119 pour les conventionnels). Quelques fonds conventionnels sont très gros et tirent la moyenne vers le haut. Pour tous les autres critères (frais d'entrée, de sortie, frais de gestion, nombre d'années d'existence), les écarts ne sont pas significativement différents de 0 aux seuils habituels. Le faible écart d'âge des fonds peut surprendre, sachant que les fonds éthiques dans leur ensemble comprennent beaucoup de fonds nouveaux ; cela provient de notre exigence d'existence des fonds sur au moins cinq ans pour figurer dans la base, ce qui exclut d'office les fonds jeunes. En conséquence, nos résultats ne seront pas affectés par le biais de sous-performance dû à l'inexpérience des fonds éthiques jeunes et mis en évidence par Bauer, Koedijk et Otten (2002).

L'indice de marché doit refléter l'univers d'investissement des fonds. Les fonds étudiés sont des fonds américains actions investis sur le marché domestique. En conséquence, l'indice choisi est soit le S&P 500, soit le CRSP Value Weighted Market Index (beaucoup plus large que le S&P500, il inclut tous les titres du NYSE, de l'AMEX et du NASDAQ). Le taux sans risque retenu est le taux des T Bills 3 mois.

#### 1.4. Mesures de performance

Les mesures de performance retenues font une synthèse rentabilité et risque dans un cadre moyenne-variance. Les tableaux de résultats (tableaux 2 et 3) présentent les moyennes de chaque indice de performance à la fois sur l'échantillon de fonds éthiques et sur l'échantillon de contrôle. Les écarts sont calculés et des tests de moyenne permettent de vérifier si les différences sont significatives. Les deux premiers indices sont calculés à partir du risque total mesuré par l'écart-type. Elles sont donc pertinentes pour un investisseur qui n'investirait que dans un fonds éthique sans être diversifié par ailleurs. L'indice de Sharpe se calcule par :

$$\frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p}$$

L'indice de Modigliani et Modigliani (1997) donne les mêmes classements de performance que l'indice de Sharpe. Il présente l'avantage de fournir une valeur de rentabilité anormale négative, nulle ou positive (comme l'indice de Jensen). Sa définition est la suivante :

$$MM = RAP - R_M = R_f + s_M \frac{R_p - R_f}{s_p} - R_M$$

Les autres indices de performance retiennent une mesure de risque systématique ou de marché, qui convient pour un investisseur diversifié par ailleurs. L'indice de Jensen s'obtient par régression de la rentabilité en excès du taux sans risque sur la prime de risque de marché, soit :

$$R_p - R_f = a_p + b_p (R_M - R_f) + e_p$$

Les régressions effectuées tiennent compte de l'hétéroscédasticité (correction de White) et de l'autocorrélation des termes d'erreur. Le signe de la mesure de Jensen est indépendant du niveau de risque du portefeuille. En revanche, sa valeur n'a pas la même propriété. Elle croît avec le niveau de risque encouru (pour un même niveau d'expertise du gestionnaire). Donc,



on ne peut pas classer les gestionnaires d'après le alpha si le bêta des portefeuilles varie beaucoup. En retenant une logique similaire à celle de Modigliani et Modigliani pour le risque total, il devient possible de donner un  $\alpha$  ajusté, qui ne souffre pas du biais évoqué. La rentabilité anormale est la différence entre RAP (risk adjusted performance) et  $R_M$ , soit :

$$R_f + \frac{b_M}{b_P}(R_P - R_f) - R_M$$

le bêta du marché étant évidemment égal à 1.

Cela permet de comparer les performances à même niveau de bêta pour tous les fonds, à savoir pour un bêta de 1. On note que cette mesure est identique à la somme de l'indice de Treynor ( $\frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$ ) et de la différence taux sans risque – rentabilité du marché. Le classement par  $\alpha$  ajusté est identique au classement par l'indice de Treynor, ce qui explique pourquoi les valeurs de l'indice de Treynor ne sont pas rapportées.

Les principaux résultats pour ces mesures de performance apparaissent dans le tableau 2.

**Tableau 2**  
**Moyennes et médianes des mesures de performance**

Type de mesures	Type fonds	
	Ethiques	Conventionnels
<b><i>Mesures avec risque total</i></b>		
Sharpe	0,178 (0,186)	0,189 (0,193)
Modigliani – Modigliani (%)	-2,17 (-2,15)	-1,69 (-1,59)
<b><i>Mesures avec risque systématique et indice S&amp;P 500</i></b>		
Bêta	0,95 (0,96)	0,99 (0,99)
Alpha de Jensen (%)	-0,03 (-0,03)	-0,04 (0,02)
R <sup>2</sup>	0,64 (70)	0,69 (0,71)
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	22 (0)	772 (29)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	28 (6)	916 (149)
Jensen ajusté (%)	-1,14 (-1,12)	-0,89 (-1,02)

Type de mesures	Type fonds	
	Ethiques	Conventionnels
<i>Mesures avec risque systématique et indice CRSP</i>		
Modigliani- Modigliani (%)	-1,35 (-1,2)	-0,81 (-0,63)
Bêta	0,91 (0,91)	0,93 (0,92)
Alpha de Jensen (%)	-0,005 (-0,02)	0,0002 (0,018)
R <sup>2</sup>	0,72 (0,76)	0,76 (0,8)
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	26 (0)	890 (49)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	24 (4)	798 (133)
Jensen ajusté (%)	-0,47 (-0,58)	-0,02 (0,08)

NB : Les médianes sont fournies entre parenthèses.

Quelle que soit la mesure de performance, les performances des fonds éthiques sont globalement moins bonnes que celles des fonds conventionnels, même si aucune différence n'est statistiquement différente de zéro au seuil de 10%. La seule inversion de classement se produit pour l'alpha de Jensen mais avec des valeurs quasiment nulles pour chaque échantillon. Pour les fonds éthiques, les valeurs Jensen ajusté sont très inférieures à celles des alpha de Jensen, ce qui peut s'expliquer par quelques fonds à alpha de Jensen négatif et à faible bêta. Pour les deux échantillons, les performances sont moins bonnes que celles de l'indice de marché, qu'il s'agisse de l'indice S&P 500 ou de l'indice CRSP. Les bêtas des fonds sont proches de 1, ce qui indique qu'ils ont une exposition au risque proche de celle du marché. La diversité de fonds est plus grande parmi les fonds conventionnels, en témoigne le nombre de fonds ayant des alpha de Jensen statistiquement positifs ou négatifs. Les fonds éthiques se répartissent à quasi égalité entre fonds à alpha positif et fonds à alpha négatif, les rares valeurs significatives étant pour des alpha négatifs. Ces fonds ont donc un comportement assez proche du marché en terme de risque et de rentabilité.

De façon à vérifier si les résultats sont robustes lorsqu'on tient compte du fait que le bêta des fonds change dans le temps, nous avons appliqué les méthodologies de Treynor et Mazuy (1966) et Merton et Henriksson (1981). Il s'agit alors de tenir compte du market timing réalisé par les gestionnaires de fonds. Treynor et Mazuy sont les premiers à avoir ajouté un terme quadratique à l'équation du CAPM. Si les gestionnaires sont capables de prévoir l'évolution

du marché, la proportion de portefeuille de marché détenue doit être plus forte lorsque la rentabilité du marché est élevée et plus faible dans le cas contraire. Dans ces conditions, la rentabilité du portefeuille est une fonction non-linéaire de la rentabilité du marché. La régression proposée dans nos tests est :

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_{p1}(R_M - R_f) + \beta_{p2}(R_M - R_f)^2 + e_p$$

où :

$R_p$  = rentabilité du fonds à l'époque  $t$

$R_f$  = taux sans risque à l'époque  $t$

$R_M$  = rentabilité du marché à l'époque  $t$

$e$  = terme résiduel

Si le  $\beta_2$  est positif, cela indique que le gestionnaire a une bonne capacité d'anticipation du marché et inversement si le paramètre est négatif.

Merton et Henriksson prennent le CAPM comme modèle et supposent que le gestionnaire se fixe deux bêtas-cibles selon que la rentabilité du marché est inférieure ou supérieure au taux sans risque. La régression s'écrit :

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_{p2} \max(0, R_{ft} - R_{Mt}) + e_p$$

Le  $\beta_2$  sera nul en cas d'absence de capacité à prévoir l'évolution du marché ou dans le cas où le gestionnaire n'agit pas conformément à ses prévisions.  $\beta_1$  est la sensibilité du fonds lorsque le marché est haussier,  $\beta_1 - \beta_2$  étant celle d'un marché baissier.  $\alpha$  mesure toujours la capacité de sélection des titres. Seuls les résultats avec l'indice CRSP sont reproduits au tableau 3. Cet indice a un meilleur pouvoir explicatif que l'indice S&P500 et offre une meilleure représentation du marché actions, ce qui explique que nous le conservons ici.

Tableau 3

## Market timing des fonds éthiques et conventionnels

	Type de fonds	
	Ethiques	Conventionnels
<b><i>Modèle de Treynor et Mazuy</i></b>		
Alpha (%)	0,10	0,01
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	25 (4)	840 (55)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	25 (1)	848 (135)
Bêta 1	0,90	0,93
Bêta 2	-0,34	-0,05
Nb bêta2 positifs (significatifs à 10%)	18 (0)	884 (47)
Nb bêta 2 négatifs (significatifs à 10%)	32 (2)	804 (49)
R <sup>2</sup>	0,73	0,76
<b><i>Modèle de Henriksson et Merton</i></b>		
Alpha (%)	0,09	-0,08
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	23 (1)	634 (22)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	27 (2)	1054 (105)
Bêta 1	0,89	0,95
Beta2	-0,04	0,04
Nb beta2 positifs (significatifs à 10%)	21 (0)	1104 (35)
Nb beta2 négatifs (significatifs à 10%)	29 (1)	584 (16)
R2	0,73	0,76

Les deux modèles retenus ont des R<sup>2</sup> quasi identiques et conduisent à des interprétations similaires. La performance de sélection des titres mesurée par  $\alpha$  est très proche de zéro, aussi bien pour les fonds conventionnels que pour les fonds éthiques. Il n'y a donc pas de différence très nette entre les deux catégories de fonds à ce niveau. La capacité des gestionnaires de fonds à anticiper le marché est peu manifeste pour l'ensemble des fonds, les bêtas haussiers et

baissiers ayant des valeurs très proches. La prise en compte du market timing a pour effet de réduire les différences entre les deux groupes de fonds, et de façon générale à rapprocher les performances de chaque échantillon des performances du marché.

Après avoir comparé les fonds éthiques aux fonds conventionnels, nous testons maintenant les performances des fonds éthiques par rapport à un indice éthique.

## 2. GESTIONS ÉTHIQUES ACTIVE ET PASSIVE

Pour comparer la gestion des fonds éthiques avec une gestion indicielle éthique, il faut mesurer la performance des fonds éthiques par rapport à un indice éthique au lieu d'un indice conventionnel. L'indice éthique retenu est le FTSE4 Good USA Index dont l'historique est issu de Datastream. Cet indice est un sous-ensemble du FTSE US Index. Il exclut notamment les entreprises engagées dans le tabac, les armes, l'industrie nucléaire. La sélection des titres pour l'indice se fait sur la base des données fournies par Eiris. Pour conforter les résultats, l'indice DJSI World (Dow Jones Sustainability Index) en USD a été utilisé. Il devrait être toutefois moins pertinent puisqu'il n'est pas restreint aux USA (il n'y a pas de DJSI pour les USA seuls). Les mesures de performance utilisées sont similaires à celles du paragraphe précédent, la seule différence portant sur le choix de l'indice de marché. A titre de comparaison, les résultats des fonds conventionnels par rapport à l'indice éthique sont aussi donnés. Les résultats figurent au tableau 4 .

**Tableau 4**

### **Fonds éthique versus gestion indicielle éthique (FTSE4 Good)**

Performance	Type fonds	
	<i>Ethiques</i>	<i>Conventionnels</i>
Bêta	0,75	0,78
Alpha (%)	-0,05	-0,06
R <sup>2</sup>	0,61	0,66
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	21 (0)	676 (17)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	29 (4)	1012 (90)
Jensen ajusté (%)	-1,42	-1,05
Moyenne de MM (%)	-2,80	-2,28

Les bêtas des deux catégories de fonds calculés avec un indice éthique (FTSE4 Good ou DJSI World) sont inférieurs aux bêtas calculés avec les indices conventionnels. Le pouvoir explicatif des indices éthiques est légèrement plus faible que celui des indices conventionnels, y compris pour les fonds éthiques. Cela suscite quelques doutes sur le caractère réellement éthique des fonds ; cela montre au moins que le mode de gestion des fonds éthiques est différent du mode de sélection retenu pour la confection des indices éthiques considérés. Quant à la performance, celle de l'indice FTSE4 Good est équivalente ou meilleure à celle des fonds, aucun fonds éthique n'ayant un alpha positif significatif<sup>1</sup>. En conséquence, si l'investisseur est d'accord avec les principes de sélection des titres dans l'indice, il a tout intérêt à choisir une gestion indicielle éthique ; il disposera en outre d'une très grande clarté sur le choix des titres et pourra à tout instant connaître la composition de son portefeuille. En terme de clarté et de performance, la gestion indicielle éthique s'impose et devrait se développer.

Comme précédemment avec les indices conventionnels, les résultats sont complétés par une analyse du market timing (tableau 5)

**Tableau 5**

**Market timing (calculs avec indice FTSE 4 Good)**

Performance	Type fonds	
	<i>Ethiques</i>	<i>Conventionnels</i>
<b><i>Modèle de Treynor et Mazuy</i></b>		
Alpha (%)	0,79	0,64
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	47 (12)	1550 (435)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	3 (0)	138 (0)
Bêta 1	0,73	0,77
Bêta 2	-2,41	-2,02
Nb bêta2 positifs (significatifs à 10%)	0 (0)	23 (0)
Nb bêta2 négatifs (significatifs à 10%)	50 (39)	1665 (1131)
R <sup>2</sup>	0,65	0,68
<b><i>Modèle de Henriksson et Merton</i></b>		

<sup>1</sup> Les performances sont légèrement meilleures avec l'indice DJSI World Index aussi bien pour les fonds éthiques que conventionnels.

Performance	Type fonds	
	<i>Ethiques</i>	<i>Conventionnels</i>
Alpha (%)	1,28	1,05
Nb alpha positifs (significatifs à 10%)	47 (21)	1620 (554)
Nb alpha négatifs (significatifs à 10%)	3 (0)	68 (0)
Bêta 1	0,49	0,56
Bêta 2	-0,53	-0,45
Nb beta2 positifs (significatifs à 10%)	0 (0)	44 (0)
Nb beta2 négatifs (significatifs à 10%)	50 (33)	1644 (906)
<b>R<sup>2</sup></b>	0,64	0,68

Les résultats obtenus au tableau 5 sont surprenants. La performance de sélection des titres ( $\alpha$ ) semble très bonne aussi bien pour les fonds éthiques que conventionnels concomitamment à une mauvaise performance de market timing (les bêtas baissiers étant presque deux fois plus forts que les bêtas haussiers !). Ces résultats sont à prendre avec une grande prudence. Plus que les résultats de performance, ils apportent comme information que l'indice éthique est mal adapté pour représenter l'univers d'investissement de l'ensemble des fonds étudiés .

### 3. RELATION ENTRE ENGAGEMENT ÉTHIQUE DES FONDS ET PERFORMANCE FINANCIÈRE

Le troisième objectif de notre étude est d'étudier plus en détail le lien entre force et nature de l'engagement éthique et performance financière. Pour cela, il ne suffit pas de comparer les fonds éthiques avec les fonds conventionnels, il faut étudier plus en profondeur l'échantillon de fonds éthiques. Nous nous appuyons sur deux mesures complémentaires de l'engagement éthique du fonds. La première est issue de Natural Investment Services (NIS). Il s'agit d'un rating social des fonds socialement responsables américains. Le nombre de filtres, l'importance de chaque filtre et son application sont pondérés et notés. La participation à l'activisme actionnarial et à l'investissement communautaire est également évaluée. La performance financière ne fait pas partie du rating. Les fonds sont répartis en cinq classes. Le rating le meilleur est de 5, le moins bon de 1.

Pour étudier la relation entre performance financière et rating des fonds, les fonds sont répartis en cinq classes correspondant aux cinq niveaux de rating et, pour chaque classe, le alpha moyen des fonds est calculé (le alpha a été choisi, les résultats étant similaires avec l'ensemble des autres mesures de performance). Les ratings sont disponibles pour 31 fonds de notre échantillon. Le résultat apparaît au tableau 6.

**Tableau 6**

**Performances financières et rating NIS**

NIS rating	Alpha moyen (%)
1	0,05
2	-0,023
3	0,006
4	-0,006
<b>5</b>	<b>0,10</b>

Aucune relation n'apparaît entre la performance financière et le rating. Le coefficient de corrélation entre les deux est de  $-0,0093$ , les deux variables semblent indépendantes linéairement. Il faut noter que les 2/3 de l'échantillon ont une note avantageuse de 4 ou 5. Les fonds de note 5 sont aussi ceux qui ont la meilleure performance moyenne.

Une deuxième façon d'approcher la relation engagement éthique et performance financière se fonde sur les données du Social Investment Forum. Pour chaque fonds, onze filtres sont recensés : alcool, tabac, jeux, armement, test sur les animaux, produits/services, environnement, droits de l'homme, relations de travail, emploi/discrimination, investissement communautaire. Pour chaque filtre, un fonds a quatre positions possibles : filtre non utilisé, screening négatif, investissement restreint, screening positif. A l'aide de ces données, des indications vont pouvoir être données sur la relation entre performance financière et d'une part, la force de l'engagement éthique, d'autre part la nature de cet engagement. Les données sont disponibles pour 33 fonds de notre échantillon. En moyenne, ces fonds utilisent 8 filtres, un peu plus de filtres négatifs que positifs.



Pour la force de l'engagement, nous mettons en relation la performance financière avec le nombre de filtres utilisés. La méthodologie est la même que pour le rating NIS.

**Tableau 7**

**Performance financière et nombre de screenings**

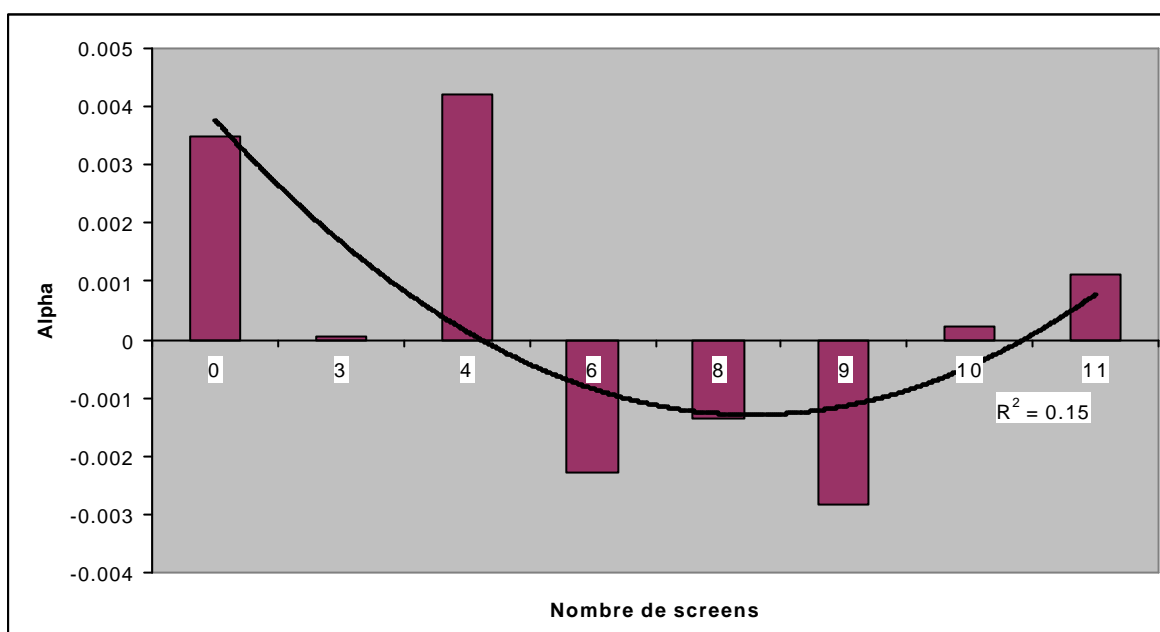
Nb Screenings	Alpha moyen (%)
0	0,35
3	0,01
4	0,42
6	-0,23
8	-0,13
9	-0,28
10	0,02
11	0,11

Le coefficient de corrélation entre le nombre de screenings et la performance financière est négatif et vaut  $-0,18$ . La relation semble toutefois non linéaire entre le nombre de filtres et la performance, la performance étant bonne pour les fonds ayant peu ou beaucoup de filtres et mauvaise pour ceux utilisant un nombre moyen de filtres (de 6 à 9). Barnett et Salomon (2002) ont étudié la relation entre la rentabilité des fonds et l'intensité du screening mesurée par le nombre de filtres. Ils obtiennent une relation curvilinéaire captée par une régression des rentabilités sur l'intensité du screening et son carré. La performance est meilleure pour les fonds qui appliquent un petit nombre ou un grand nombre de filtres comparativement aux fonds qui utilisent un nombre moyen de filtres. Selon les auteurs, les bons résultats des extrêmes s'expliquent par la bonne diversification des fonds ayant peu de filtres et par la meilleure capacité de sélection dans un univers restreint pour les fonds appliquant un grand nombre de filtres.

Nous retrouvons les mêmes résultats que Barnett et Salomon, même si le faible nombre de données incite à la plus grande prudence. Les résultats graphiques sont donnés à la figure 1 ainsi que le coefficient de détermination de la régression du nombre de la performance financière sur le nombre de filtres et le carré de ce nombre.

**Figure 1**

**Relation entre le nombre de filtres et la performance financière**



Le fait qu'il n'existe aucune relation repérable entre la performance et le NIS rating contrairement à ce qui s'observe avec le nombre de screenings conduit à s'interroger sur le lien entre le rating et l'intensité du screening. Le coefficient de corrélation entre le nombre de filtres et le rating est de 0,61, ce qui montre que le rating a tendance à être meilleur quand le nombre de filtres s'accroît. Cela se confirme par l'observation des données : les fonds affichant un nombre de filtres supérieur ou égal à 11 ont tous un rating de 4 ou 5. Malgré tout, le rating comprend d'autres critères de notation que le nombre de filtres puisqu'il n'y a plus de liaison évidente entre notation et nombre de filtres dès que celui-ci est inférieur à 9. La force de l'engagement éthique ne peut pas être captée uniquement par un nombre de filtres.

Si l'on essaye de répartir les fonds selon la nature du screening et non plus seulement sur l'intensité, il est difficile de mettre en évidence un quelconque lien avec la performance financière. Pourtant, il apparaît une bonne performance des fonds ayant réparti de manière égalitaire les filtres positifs et négatifs. En fait, ce résultat recoupe le fait que les fonds mettant en œuvre un grand nombre de filtres ont de bonnes performances. En effet, les fonds usant de 10 ou 11 filtres ont presque tous une répartition équilibrée entre le nombre de filtres positifs et

négatifs (5 et 6 ou 5 et 5). Des études complémentaires sont nécessaires pour mieux cerner les typologies de gestion éthique des fonds et leur lien avec la performance financière.

## **CONCLUSION**

Cette étude se proposait de répondre à trois questions. La première portait sur la performance comparée des fonds éthiques et conventionnels. Il ressort qu'il n'y a pas de différence significative entre les deux catégories de fonds. En conséquence, soit l'éthique n'a pas de coût, soit le coût est compensé par un déséquilibre temporaire voire une anomalie d'efficience, soit les fonds éthiques ne sont pas aussi éthiques qu'ils veulent bien le dire. La deuxième question avait pour but de mettre en regard la gestion active éthique des fonds avec la gestion passive représentée par un indice éthique. Les fonds ont un comportement moins bien expliqué par les indices éthiques que par les indices conventionnels. La performance des indices éthiques est supérieure à celle des fonds, ce qui plaide pour une gestion indiciaire éthique. Enfin, la dernière question qui nécessitera des développements futurs pose des jalons sur la relation entre intensité et nature de l'engagement éthique d'une part et performance financière d'autre part. Les fonds qui utilisent un grand nombre de critères de screening et les répartissent de façon équilibrée entre screening positif et négatif ont de bonnes performances.

## **BIBLIOGRAPHIE**

1. BARNETT, M.L., SALOMON, R.M. (2002) - Don't get stuck in the Middle : A Curvilinear Bridge Spanning the Great SRI Divide. - Working Paper, New York University, Stern School of Business.
2. BAUER, R., KOEDIJK, K, OTTEN, R. (2002) – International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. Working Paper, march.
3. CUMMINGS, L.S. (2000) - The financial performance of ethical investment trusts : an australian perspective. – In : Journal of business ethics, vol.25, may.
4. DILTZ, J.D. (1995) - Does social screening affect portfolio performance ?- In : The Journal of Investing, spring.
5. DUPRE, Denis, GIRERD-POTIN, Isabelle (2002) – Investissement socialement responsable et théorie du choix de portefeuille. – In : Journées internationales de l'AFFI, Strasbourg, 24-26 juin.
6. GOLDREYER, E.F., DILTZ, J.D. (1999) - The performance of socially responsible mutual funds : incorporating sociopolitical information in portfolio selection. - In : Managerial Finance, vol.25, n°1.

7. HENRIKSSON R.D. ET MERTON R.C. (1981) - On market timing and investment performance. II. Statistical procedures for evaluating forecasting skills. – In : Journal of Business, vol.54 n°4.
8. LUTHER, R.G. MATATKO, J., CORNER, D. (1992) – The investment performance of UK ethical unit trusts. – In : Accounting, Auditing and Accountability Journal, vol.5, n°4.
9. LUTHER, R.G. MATATKO, J. (1994) – The performance of ethical unit trusts : choosing an appropriate benchmark. – In : The British Accounting Review, vol.26, n°1, march.
10. REYES, M.G., GRIEB, T. (1998) - The External performance of socially-responsible mutual funds. - In : American Business Review, january.
11. STATMAN, M. (2000)– Socially responsible mutual funds. – In : Financial Analysts Journal, may/june.
12. TREYNOR J.L. ET MAZUY K.K. (1966). -Can mutual funds outguess the market ? - In : Harvard Business Review, july-august.

## SITES INTERNET

[www.kld.com](http://www.kld.com) (Kinder, Lydenberg, Domini), [www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com), [www.eiris.u-net.com](http://www.eiris.u-net.com), [www.arese-sa.com](http://www.arese-sa.com), [www.ethinvest.asso.fr](http://www.ethinvest.asso.fr), [www.socialinvest.org](http://www.socialinvest.org)

## ANNEXE

### Liste des fonds éthiques de l'échantillon

Code ICDI	Nom
00343	Citizens Funds:Core Growth Fund/Retail
00874	Calvert World Value Fd:International Eqty/A
01001	IPS Millennium Fund
01173	Flex-fund:Total Return Utilities Fund
01175	Meeder Advisors:Utility Growth Fund/A
01563	SSgA:International Stock Selection Fund
01832	Parnassus Income Trust Equity Income Fund
02072	Fidelity New Millennium
03000	Calvert Social Invstmnt Fd:Balanced/A
03209	Delaware Pooled Tr:Labor Select Intl Equity
04071	Citizens Funds:Core Growth Fund/Instl
04660	Ariel Fund
05609	Atlas Assets:Global Growth Fund/A
05891	Green Century Equity Fund

---

06025	Timothy Plan Small Cap Value Fund/B
06032	MMA Praxis Core Stock Fund/B
06366	Aquinas Small Cap Fund
06368	Aquinas Value Fund
06384	Citizens Funds:Emerging Growth Fund/Retail
06386	Citizens Funds:Global Equity Fund/Retail
06918	Aquinas Growth Fund
06940	Smith Barney Social Awareness Fund/B
07504	Calvert Social Invstmnt Fd:Equity/C
07524	Calvert World Value Fd:International Eqty/C
07557	Pax World Growth Fund
07599	Neuberger Berman Socially Responsive/Trust
07746	Womens Equity Mutual Fund
07853	American Trust Allegiance Fund
08253	Security:Social Awareness Fund/A
08255	Security:Social Awareness Fund/B
08336	Delaware Group:Social Awareness Fund/A
08337	Delaware Group:Social Awareness Fund/B
08338	Delaware Group:Social Awareness Fund/C
08339	Delaware Group:Social Awareness Fund/Inst
08662	MMA Praxis International Fund/B
08850	Parnassus Fund
10104	SteinRoe Investment Trust:Young Investor Fund
10148	Atlas Assets:Strategic Growth Fund/A
11422	Neuberger Berman Socially Responsive/Investor
11434	Calvert Capital Accumulation Fund/A
12344	Timothy Plan Small Cap Value Fund/A
12730	Calvert Social Invstmnt Fd:Equity/A
13582	Calvert Large Cap Growth Fund/I
21920	Dreyfus Premier Third Century Fund/Z
23560	Fidelity Select Enviromental Services
25840	Ariel Appreciation Fund
31190	Atlas Assets:Growth and Income Fund/A
34550	New Alternatives Fund
37040	Domini Social Equity Fund
40930	Green Century Balanced Fund

---