

Les performances des fonds éthiques et vicieux

Philippe GILLET

PESOR

Faculté Jean Monnet – Université Paris XI

Introduction

La responsabilité sociale et environnementale est à la mode. La *Revue française de gestion* en est d'ailleurs le témoin puisqu'elle a consacré son numéro de janvier 2008 à cette question. La plupart du temps poussés par des acteurs tant internes (salariés) qu'externes (consommateurs, pouvoirs publics, organisations et associations de défense de l'environnement), la plupart des entreprises intègrent à un niveau de plus en plus élevé les contraintes sociales et environnementales dans leur processus de production ou de commercialisation. Ainsi, en France, l'article 116 de la loi NRE impose aux entreprises faisant appel public à l'épargne de publier un certain nombre d'informations sur la manière dont elles exercent leur responsabilité sociale.

Le domaine financier n'est pas en reste en matière de responsabilité sociale et environnementale des entreprises. En particulier, certains investisseurs exigent des informations spécifiques sur les firmes dans lesquelles ils investissent, voire refusent d'investir dans des firmes ne respectant pas un minimum de règles en matière éthique, sociale ou environnementale. L'industrie des fonds d'investissements a donc créé des fonds spécifiques, dits ISR (investissement socialement responsable, SRI en anglais) ne contenant que des titres d'entreprises respectant des critères particuliers en termes de responsabilité sociale ou environnementale. L'investissement socialement responsable désigne « tous les placements financiers réalisés en fonction d'un arbitrage fondé non seulement sur la performance financière des valeurs suivies, mais aussi sur la

prise en compte de critères sociétaux » (ORSE, 2005, p. 13).

Au plan de la théorie financière, ces constats amènent plusieurs questions pour le chercheur. La première est une remise en cause partielle des postulats initiaux de la théorie du portefeuille moderne. La théorie moderne du portefeuille est en effet fondée sur l'hypothèse de base selon laquelle les investisseurs souhaitent maximiser l'espérance de rentabilité sous contrainte de risque. Or, en limitant leur univers d'investissement à des entreprises socialement responsables, ils limitent volontairement des opportunités de gain en sacrifiant une rentabilité financière à des contraintes d'un autre ordre. Les choix des titres à inclure dans le portefeuille ne dépendent plus uniquement de critères financiers, mais également de critères extra-financiers. Les postulats de base de la théorie moderne du portefeuille sont donc remis en cause par ce type d'attitude. En second lieu, et de manière conséquente, la question de la performance des fonds investis uniquement en entreprises socialement responsables (les fonds éthiques) se pose. Les fonds éthiques sont-ils plus, autant ou moins performants que les fonds traditionnels ? Trois hypothèses peuvent être avancées afin de répondre à une telle question.

La première hypothèse reprend les fondements de la théorie financière traditionnelle : puisque les fonds ISR limitent leur univers d'investissement à certaines firmes et que seule la diversification permet d'optimiser le couple risque/rentabilité, les performances des fonds ISR devraient être inférieures à celles des fonds traditionnels.

La deuxième hypothèse, plus innovante, correspond à l'une des thèses des défenseurs de la responsabilité sociale des entreprises. Selon ces derniers, le caractère socialement responsable des firmes aurait une relation avec leur performance. En effet, les sociétés qui respectent des conditions éthiques (respect des hommes et de l'environnement) n'auront pas dans le futur à subir certains coûts que les entreprises non éthiques devront supporter. À terme, ces entreprises éthiques bénéficieront donc d'un avantage conséquent par rapport aux autres sociétés, atout qui se lira sur leur cours de Bourse. La restriction de l'univers d'investissement des fonds ISR serait largement compensée par la surperformance des entreprises de cet univers, et les fonds ISR devraient surperformer les fonds traditionnels.

La troisième hypothèse, enfin, est celle de la neutralité : sans remettre en cause la théorie

financière classique et sans se prononcer sur la relation pouvant exister entre responsabilité sociale et performance financière de la firme, cette hypothèse avance simplement que, profitant des imperfections existant sur les marchés financiers et en particulier des effets de seuils, les effets positifs de la diversification des portefeuilles s'estompent avec le nombre. À partir d'une cinquantaine de titres environ, les effets positifs de la diversification sont compensés par les coûts d'information et de transaction liés à la taille de l'univers qu'il est nécessaire de gérer. Autrement dit, au-delà de cinquante titres, la performance marginale obtenue par l'introduction d'un titre supplémentaire dans l'univers d'investissement n'est plus mesurable. Il suffit donc à un fonds ISR de détenir plus de 50 titres dans son portefeuille, pour que les effets néfastes liés à une faible diversification disparaissent. Il est donc normal que les effets de faible diversification ne soient pas mesurables dans le calcul des performances des fonds ISR.

L'objet de cet article est donc de choisir entre ces trois hypothèses, sachant cependant que la définition même de la notion de fonds éthique ou fonds ISR est variable et qu'elle a amené l'apparition symétrique d'une notion de fonds dit « vicieux », que les spécificités des fonds ISR posent quelques problèmes méthodologiques dans la mesure de leur performance. Une fois ces aspects examinés, les échantillons de l'étude ainsi que leurs performances pourront être présentés et analysés.

1. Origine et diversité de l'ISR et apparition de fonds vicieux

1.1. Origine

L'idée de circonscrire son investissement à certaines entreprises respectant des valeurs particulières n'est pas neuve. Elle consiste à tenter d'allier la recherche de la maximisation de l'utilité avec le respect de certains critères. Outre son aspect purement personnel propre à l'investisseur, la démarche permet également de faire pression sur les entreprises en les privant de ressource financière ou en la renchérissant.

Les origines de cette pratique proviennent des États-Unis dans les années 1920, lorsque la puissante communauté très puritaine de quakers eut choisi d'exclure de ses investissements des secteurs tels que l'alcool, le tabac ou les jeux. Elle refusait automatiquement d'introduire dans ses investissements « *les valeurs du péché* » (les *sin stocks*). En excluant systématiquement certains produits de ses placements financiers, la communauté de quakers a créé les principes du

screening positif et/ou négatif. Cependant, il semble que le terme de « *screening* négatif » ait réellement pris son sens actuel en 1928 lorsque, à Boston, le *Pioneer Fund* proposa des placements qui excluaient un grand nombre de sociétés dont les activités étaient réputées non éthiques (comme les entreprises du secteur de l'alcool ou du tabac). Cette pratique se développa dans les années 1970, avec l'Américain Leon Sullivan qui commença à se servir du *screening* négatif comme d'une arme, utilisée notamment pour limiter les ressources des firmes participant à la guerre du Viêtnam, à celles commerçant avec l'Afrique du Sud durant la période de l'apartheid, ou à celles soupçonnées de maltraiter leurs travailleurs noirs, d'accorder une place trop faible aux femmes... C'est à partir de ces bases que se sont développés les fonds ISR actuels.

1.2. Diversité

Les fonds ISR actuels se distinguent essentiellement par leurs objectifs. Ceux-ci ne se résument plus à limiter les ressources d'entreprises jugées trop ou pas assez engagées dans certaines causes. On peut souvent les résumer à l'aide des « 3P » : *Planet* (souci de préservation de l'environnement), *People* (respect des salariés, respect des normes de l'Organisation internationale du travail, respect des consommateurs) et *Profit* (respect des actionnaires, bonne gouvernance).

Il existe trois types de mode de sélection utilisés par les fonds socialement responsables.

Le premier mode de sélection est le *screening* positif absolu. C'est la démarche qui est la plus utilisée en France. La société de gestion va établir une succession de critères sociaux, éthiques, environnementaux puis optera pour les sociétés les plus avancées en termes de développement durable quant à ces critères. Elle réduit donc volontairement son univers d'investissement à ces firmes. Elle peut utiliser pour cela les agences de notation sociétales qui, à l'image des agences de notation financières, attribuent des notes aux entreprises cotées en fonction de données sociales ou de respect de l'environnement. En France, Viego est l'agence la plus connue en ce domaine.

Le deuxième mode de sélection est le *screening best in class*. Cette pratique consiste pour le gestionnaire à avantager, dans chaque secteur d'activité, les sociétés les plus respectueuses de l'éthique et de l'environnement, tout en conservant une répartition sectorielle équivalente à celle de son indice de référence. Ce mode de sélection peut également faire appel à des notations

délivrées par des agences de notation sociétales.

Le troisième mode de sélection est le *screening* négatif. Dans ce cas, l'investisseur suit une démarche d'exclusion, par laquelle il va écarter d'emblée les activités considérées comme « non éthiques » à cause des répercussions néfastes qu'elles provoquent. Par exemple, en Allemagne, un grand nombre de sociétés de gestion refusent d'associer le secteur du nucléaire aux fonds éthiques. De même, le tabac, l'alcool, la pornographie et l'armement sont quatre secteurs très souvent mis à l'écart. Le *screening* négatif peut aussi conduire l'investisseur à éliminer de sa sélection certaines sociétés en raison de leur localisation dans des pays qui ne respecteraient pas les déclarations des droits de l'homme ou dans lesquels les enfants seraient contraints de travailler.

Quoi qu'il en soit, en termes purement financiers le résultat est identique : les fonds éthiques se caractérisent par une autocensure – qu'elle soit positive ou négative – qui limite leur univers d'investissement à un certain nombre de titres réputés vertueux et limite également leurs opportunités d'investissement et les possibilités de diversification qui y sont liées.

1.3. Fonds vicieux

De manière un peu curieuse, et à l'origine plus par bravade que pour réellement profiter d'une surperformance quelconque, des fonds se sont créés en totale opposition avec les fonds ISR. Il s'agit des *vice funds*, en français « fonds vicieux ». Le fonds le plus connu dans ce domaine est le fonds américain VICEX, qui investit essentiellement dans les titres des entreprises polluantes, nucléaires, amoraux, liées au tabac et à l'alcool, peu regardantes sur les conditions de travail de ses salariés ou sur l'égalité hommes-femmes... Par symétrie, ce fonds investit simplement dans les entreprises rejetées par les fonds éthiques.

2. Spécificités des fonds éthiques et méthodologie

2.1. Travaux antérieurs et spécifications des fonds éthiques

Les travaux antérieurs réalisés sur le thème de la mesure des performances des fonds éthiques sont assez nombreux, mais se caractérisent souvent par la faiblesse de l'échantillon étudié.

Parmi les travaux les plus récents utilisant des méthodologies simples (comparaisons de

rentabilité entre des fonds éthiques ou des indices éthiques avec des échantillons de fonds traditionnels ou d'indices traditionnels), Statman (2000) compare les performances d'un échantillon de 31 fonds et d'un indice de fonds éthiques par rapport à l'indice S&P500, et ses travaux mettent en évidence une très légère sous-performance des fonds éthiques par rapport à la performance de l'indice S&P 500. Scholtens (2005) a comparé les performances de 12 fonds éthiques avec celles de 15 indices traditionnels et ne note pas de différences de rentabilité entre les fonds éthiques et les indices. Goldreyer et Diltz (1999) analysent les performances de 49 fonds éthiques et montrent que les fonds n'utilisant pas de screening positif sous-performent par rapport aux autres fonds éthiques. Mais ils ne notent pas de différences notoires de rentabilité entre fonds éthiques et fonds traditionnels. De son côté, Bello (2005) compare les caractéristiques et performances d'un échantillon de fonds éthiques à un échantillon aléatoire de fonds traditionnels (diversification du portefeuille, effets de la diversification sur la performance, etc). Il ne relève pas de différences significatives entre les deux groupes.

Si l'on se tourne vers les méthodologies plus complexes, on peut retenir les travaux de Reyes et Grieb (1998) qui utilisent des tests de co-intégration pour comparer les performances de 15 fonds éthiques et de 15 fonds traditionnels, mais malgré cela ne parviennent pas à établir de différence entre les deux échantillons. De leur côté, Bauer, Koedjik et Otten (2005) utilisent le modèle APT pour comparer les performances de 103 fonds éthiques par rapport à des indices boursiers traditionnels et, s'ils constatent une légère sous-performance des fonds éthiques, celle-ci n'est pas statistiquement significative. Enfin, Chong, Her et Philips (2005) utilisent une méthodologie fondée sur les modèles ARCH pour comparer les performances d'un indice éthique, le *domini social fund*, d'un fonds vicieux et celles d'indices boursiers, et en particulier du S&P 500. Ils en concluent qu'il n'y a pas de différence significative entre les performances des indices de fonds éthiques et des indices traditionnels (en particulier du S&P 500), mais qu'en revanche le fonds vicieux est à la fois plus profitable et moins risqué que l'indice éthique et que l'indice traditionnel.

Cependant, la plupart des études précitées insistent sur les caractéristiques particulières des fonds éthiques qui sont susceptibles de fausser les mesures de performances. En effet, les fonds éthiques sont plus récents que les fonds traditionnels (d'où un biais éventuel d'âge). En outre, les fonds éthiques sont en moyenne de plus petite taille que les fonds traditionnels. Les fonds éthiques souffrent par ailleurs d'un biais de sous-représentativité de certains secteurs industriels

(les transports ou le pétrole par exemple) ainsi que d'un biais « value ».

2.2. Échantillon et méthodologie

Afin de savoir lesquels des fonds traditionnels ou des fonds éthiques connaissent la meilleure performance, nous allons comparer, sur une période identique, leurs rentabilités, leurs risques et calculer des indices de performance. En termes de méthodologie, on retiendra trois types d'indices de performance : l'indice de Sharpe, l'indice de Treynor et le ratio d'information, et on utilisera plusieurs mesures de risque. La méthodologie est détaillée en annexe.

Cette comparaison a été réalisée sur trois années, 2004, 2005 et 2006. Les fonds appartenant à l'échantillon sont des fonds commercialisés en France. Les résultats ont été divisés selon qu'il s'agissait de fonds investis exclusivement en France, dans la zone euro, en Europe (incluant donc des fonds investissant en euro et hors zone euro) ou dans le monde entier. La faiblesse du nombre de fonds dans chaque échantillon provient juste du fait que le nombre de fonds éthiques existant dans chaque catégorie est relativement rare.

Tableau 9.1 Nombre de fonds pour chaque catégorie de l'échantillon

	Nombre
Fonds éthiques investissant en France	11
Fonds traditionnels investissant en France	11
Fonds éthiques investissant en zone euro	24
Fonds traditionnels investissant en zone euro	24
Fonds éthiques investissant en Europe	25
Fonds traditionnels investissant en Europe	25
Fonds éthiques investissant dans le monde	17
Fonds traditionnels investissant dans le monde	17

1.1. Résultats et commentaires

Les résultats détaillés sont présentés dans le tableau 9.2 situé en annexe.

Concernant les fonds investissant exclusivement en France, sur les trois années étudiées les fonds traditionnels ont des rentabilités hebdomadaires supérieures à celles des fonds éthiques. Le ratio de Sharpe des fonds ISR est plus élevé que celui des fonds traditionnels, sauf en 2005. Les fonds

éthiques sont plus performants que les fonds n'intégrant pas de critères extra-financiers, mais l'écart est minime. Excepté pour l'année 2004, la moyenne hebdomadaire du ratio de Treynor des fonds traditionnels est supérieure à celle des fonds socialement responsables. Le ratio d'information des fonds traditionnels est supérieur à celui des fonds socialement responsables. Sur ce type de fonds, aucune combinaison ne domine l'autre : les fonds traditionnels sont plus rentables mais plus risqués, les fonds éthiques sont moins risqués mais moins rentables. Tout dépend donc de l'analyse et du type d'investissement que recherche l'investisseur inférieur.

Concernant les fonds investissant dans la zone euro, les fonds traditionnels possèdent une rentabilité hebdomadaire moyenne plus forte que les fonds éthiques. Au niveau du risque, les fonds socialement responsables sont plus risqués pour les années 2004 et 2005 mais le sont moins en 2006. Néanmoins, pour cette classe d'actif encore, les résultats sont contrastés et ne permettent pas de déterminer un réel avantage pour l'un ou l'autre type de fonds.

L'observation du ratio de Sharpe montre qu'avec un risque équivalent les fonds traditionnels sont plus performants que les fonds éthiques pour les trois années. Le ratio de Treynor offre également une vision identique. Les ratios d'information sont plus forts pour les fonds traditionnels que pour les fonds éthiques, ce qui montre que les premiers ont une performance accrue par rapport aux fonds éthiques.

En conclusion de l'analyse des fonds investissant dans la zone euro, on peut dire que les écarts de performance entre fonds traditionnels et fonds socialement responsables sont minces, et que si la tendance pour les années 2004 et 2005 était de privilégier les fonds traditionnels, ce n'est plus forcément le cas pour l'année 2006.

Concernant la zone Europe les fonds traditionnels ont une rentabilité hebdomadaire moyenne plus forte que les fonds ISR pour les trois années. Au niveau du risque, les fonds socialement responsables semblent être plus risqués pour les années 2006 et 2004 alors que ce sont les fonds traditionnels qui ont un risque plus élevé pour l'année 2005.

L'observation du ratio de Sharpe démontre qu'à niveau de risque équivalent, les fonds traditionnels sont plus performants que les fonds ISR, le ratio de Treynor propose quant à lui une autre approche puisqu'en se fondant sur cette mesure de performance, seule l'année 2005 voit les fonds traditionnels surperformer les fonds socialement responsables. On remarque une nette surperformance des fonds traditionnels par rapport au DJ STOXX 50. Les ratios d'information sont plus élevés pour les fonds traditionnels que pour les fonds éthiques, ce qui veut dire que les

premiers surperforment l'indice de manière plus importante que les derniers. L'écart tend toutefois à se réduire au fil du temps pour être quasi insignifiant en 2006.

En conclusion de l'analyse des fonds investissant en Europe, on peut dire que les écarts de performance entre fonds traditionnels et fonds socialement responsables sont minces mais que l'investisseur aurait pu préférer les fonds traditionnels, notamment sur les années 2006 et 2004.

Concernant les fonds internationaux, les investissements socialement responsables sont plus rentables que les fonds traditionnels, et cet écart se creuse au fil des années. Cependant, l'écart type sur ces fonds est beaucoup plus grand.

À partir du ratio de Sharpe il apparaît très nettement que les fonds éthiques sont plus performants, et ce de façon croissante de 2004 à 2006. Le ratio de Treynor entraîne les mêmes conclusions pour les années 2004 et 2006. Cependant, l'année 2005 est marquée par une surperformance des fonds traditionnels par rapport aux fonds éthiques. Enfin, le ratio d'information est négatif, sauf pour les fonds éthiques en 2005. Pour conclure sur les fonds à l'international, les fonds éthiques sont beaucoup plus rentables que les fonds traditionnels pour un risque bien supérieur et une performance supérieure.

Conclusion

En introduction de ce papier, nous offrons trois hypothèses à la comparaison entre les performances des fonds traditionnels et celles des fonds éthiques. La première, confortant la théorie financière classique, prévoyait une surperformance des fonds traditionnels par rapport aux fonds éthiques. La deuxième, plus confiante dans la performance de l'éthique, privilégiait un excès de performance pour les fonds éthiques. La dernière prévoyait un match nul, en particulier du fait de certains frottements sur les marchés. C'est cette dernière qui finalement sera retenue au vu des résultats de l'étude empirique. Les pessimistes en concluront que le marché financier n'offre aucune prime de rentabilité aux entreprises vertueuses, et que cela est bien dommage. Les optimistes répliqueront qu'au contraire les investisseurs ont tout intérêt à privilégier les fonds éthiques, puisque cet investissement est moralement acceptable et ne coûte rien (aucune rentabilité) aux investisseurs.

Dans ce débat, un point a toutefois été laissé de côté : rien n'explique en effet pourquoi les fonds vicieux surperforment à la fois les fonds éthiques et traditionnels, mais cela méritera cependant une étude approfondie ultérieure.

ANNEXE : Méthodologie utilisée

La notion de performance est toujours constituée par un excès de rentabilité pondérée par un risque. Il est donc nécessaire de déterminer à la fois une référence de rentabilité (afin de déterminer une rentabilité en excès) et une mesure de risque. Très schématiquement, on retiendra trois types d'indices de performance : l'indice de Sharpe, l'indice de Treynor et le ratio d'information.

Le **ratio de Sharpe** calcule l'excès de rentabilité du fonds par rapport à un taux sans risque. Dans la suite de cet article, le taux sans risque utilisé dépendra de la classe d'actifs testée.

Le ratio de Sharpe S du portefeuille i se calcule grâce à la formule suivante :

$$S_i = \frac{R_{p(\text{annualisé})} - R_{f(\text{annualisé})}}{\sigma_{R_p(\text{annualisé})}}$$

avec :

R_p la rentabilité du portefeuille p

R_f la rentabilité d'un placement sans risque

σ_{R_p} la volatilité du portefeuille risqué p (ou risque total)

Le **ratio de Treynor** ressemble très fortement au ratio de Sharpe car les deux ratios ont le même numérateur. Cependant, le ratio de Treynor ne prend pas en compte la notion d'écart-type à laquelle il préfère celle de la sensibilité des rentabilités du fonds par rapport à un indice de référence : il privilégie le coefficient bêta.

Le ratio de Treynor, T , est déterminé selon la formule suivante :

$$T_p = \frac{R_{p(\text{annualisée})} - R_{f(\text{annuel})}}{\beta_p}$$

avec :

R_p la rentabilité du portefeuille p

R_f la rentabilité d'un placement sans risque

β_p le risque systématique du portefeuille p , tel que :

$$\beta_p = \frac{\text{Cov}(R_p, R_B)}{\sigma^2(R_B)}$$

Où R_B est la rentabilité du *benchmark* utilisé, ou, à défaut, du marché.

Le **ratio d'information** calcule l'excès de rentabilité du fonds par rapport à un *benchmark*. En l'espèce, puisqu'il s'agit d'une comparaison, c'est bien le même *benchmark* qu'il faudra utiliser pour chacune des familles de fonds étudiées.

Le ratio d'information d'un portefeuille p est égal à :

$$IR_p = \frac{R_p - R_{BM}}{\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n [R_p - R_{BM}]^2}}$$

avec :

R_p la rentabilité du portefeuille p

R_{BM} la rentabilité du *benchmark* B du portefeuille

n le nombre de rentabilités utilisées

En outre, le risque a été appréhendé de deux manières. La première, la plus traditionnelle, consiste à ne retenir que l'écart-type. Elle prend néanmoins pour hypothèse que les rentabilités des fonds ou des titres étudiés soient parfaitement gaussiennes. Or on sait aujourd'hui que les distributions de rentabilité des fonds d'investissement ne sont pas gaussiennes, mais leptokurtiques. C'est pourquoi la notion d'écart-type est souvent remise en cause comme mesure

de risque des titres et des portefeuilles. Le moment partiel inférieur d'ordre 2 comme complément à l'écart-type comme mesure de risque a donc également été utilisé.

Tableau 9.2 : Synthèse des résultats

		Rentabilité	Risque (écart-type)	Ratio de Sharpe	Ratio d'information	Ratio de Treyner
2004	Fonds éthiques investissant en France	0,198 %	1,722 %	0,091	0,055	0,003
	Fonds traditionnels investissant en France	0,201 %	1,682 %	0,085	0,079	0,002
	Fonds éthiques investissant en zone euro	0,154 %	1,813 %	0,046	0,005	0,005
	Fonds traditionnels investissant en zone euro	0,176 %	1,632 %	0,078	0,123	0,012
	Fonds éthiques investissant en Europe	0,146 %	1,559 %	0,046	0,036	0,004
	Fonds traditionnels investissant en Europe	0,179 %	1,443 %	0,072	0,061	0,004
	Fonds éthiques investissant dans le monde	0,100 %	1,340 %	0,015	- 0,156	0,002
	Fonds traditionnels investissant dans le monde	0,100 %	0,660 %	- 0,491	- 0,132	- 0,007
2005	Fonds éthiques investissant en France	0,433 %	1,243 %	0,288	0,055	0,005
	Fonds traditionnels investissant en France	0,488 %	1,718 %	0,308	0,079	0,005
	Fonds éthiques investissant en zone euro	0,357 %	1,674 %	0,236	0,0035	-0,020
	Fonds traditionnels	0,341 %	1,725 %	0,152	0,040	0,003

	investissant en zone euro					
	Fonds éthiques investissant en Europe	0,409 %	1,244 %	0,268	0,030	0,007
	Fonds traditionnels investissant en Europe	0,428 %	1,265 %	0,278	0,048	0,008
	Fonds éthiques investissant dans le monde	0,340 %	1,230 %	0,213	0,073	0,004
	Fonds traditionnels investissant dans le monde	0,130%	0,570%	0,139	-0,007	0,020
2006	Fonds éthiques investissant en France	0,323 %	1,805 %	0,137	0,001	0,004
	Fonds traditionnels investissant en France	0,348 %	2,347 %	0,123	0,019	0,005
	Fonds éthiques investissant en zone euro	0,341 %	1,725 %	0,152	0,040	0,003
	Fonds traditionnels investissant en zone euro	0,351 %	1,793 %	0,155	0,069	0,004
	Fonds éthiques investissant en Europe	0,296 %	1,786 %	0,122	0,055	0,004
	Fonds traditionnels investissant en Europe	0,315 %	1,647 %	0,142	0,060	0,003
	Fonds éthiques investissant dans le monde	0,160 %	1,290 %	0,608	-0,725	0,002
	Fonds traditionnels investissant dans le monde	0,130 %	0,890 %	-0,062	-0,811	-0,183

Bibliographie

BAUER R., KOEDJIK K. et OTTEN R. (2005), “International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”, *Journal of Banking and Finance*, vol.29, n°7, p.1751-1767.

BELLO Z.Y. (2005), « Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification », *The Journal of Financial Research*, vol. 1, no. 28, p. 41-57.

CHONG J., HER M. et PHILIPS J.M. (2005), “To Sin or not to Sin? Now That’s the Question”, *Journal of Asset Management*, vol. 6, n°6, p. 406-417.

DILTZ J.D. (1995), “The Private Cost of Socially Responsible Investing”, *Applied Financial Economics*, vol. 5, n°2, p. 69-77.

GOLDREYER E. et DILTZ J.D. (1999), ‘The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection’, *Managerial Finance*, vol. 25, n°1, p. 23–36.

ORLITZKY M. (2005), “Social Responsibility and Financial Performance : Trade-off or Virtuous Circle ?”, *University of Auckland Business Review*, vol.7, n°1, p. 37-43.

ORSE (2005) [Organisation sur la responsabilité sociétale des entreprises], *Rapport annuel*, www.orse.org

REYES T. et GRIEB M.G. (1998), “The External Performance of Socially-Responsible Mutual Funds”, *American Business Review*, vol.16, n°1, p. 1-7.

STATMAN M. (2000), “Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n°3, p. 30-39.

SCHOLTENS B. (2005), “Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds”, *The Journal of Investing*, vol.14, n°1, p. 63-72.