

Khaled SAADAOU
Doctorant au PESOR
Université de Paris Sud 11
Faculté Jean Monnet
Tél. : 01.46.70.82.27
Courriel : khaled@saadaoui.net

**L'ENGAGEMENT ETHIQUE PENALISE-T-IL LA PERFORMANCE ?
ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIERE DES FONDS
SOCIALEMENT RESPONSABLE FRANÇAIS**

RESUME

Faisant suite à la littérature empirique sur la performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR), cet article se propose d'analyser la performance financière des fonds socialement responsables (FSR) français de type actions investissant sur le marché local de janvier 1994 à janvier 2007. L'objectif étant de vérifier que la prise en compte des préoccupations sociales et environnementales dans la décision d'investissement ne pénalise pas la performance, du point de vue de l'investisseur individuel. Les résultats montrent une sous-performance généralisée mais non significative des FSR par rapport au marché ainsi qu'une attitude conservatrice à l'égard du risque de marché. En revanche, aucune différence statistiquement significative entre les performances des FSR et des fonds conventionnels (FC) équivalents n'a été observée. Enfin, l'emploi du modèle de Henrikson et Merton (1981) révèle que les gérants des FSR et des FC équivalents ne possèdent pas de capacité de *Market-Timing*.

Mots Clés : Investissement socialement responsable (ISR), Fonds socialement responsable (FSR), Indice éthique, Analyse de la performance, *Market-Timing*

ABSTRACT

Following the literature about the performance of socially responsible investment (SRI), the purpose of this paper is to analyse the financial performance of French socially responsible mutual funds (SRMF) investing in the domestic equity market through January 1994 to January 2007. The research aims to verify that taking into account social and environmental concerns does not penalize performance from a retail investor perspective. Results show a general but non significant underperformance of SRMF with regard to the market and a conservative attitude towards market risk. However, no statistical significant difference was observed between the performances of SRMF and their conventional counterparts. Finally, using Henrikson and Merton model (1981) reveals that fund managers don't show a market-timing ability.

Key Words: Socially responsible investment (SRI), Socially responsible mutual funds (SRMF), Ethical indexes, Performance analysis, Market-timing

DECEMBRE 2007

Introduction

Si le mouvement de l'ISR n'a pris de l'importance que récemment, ses premières pratiques datent au moins du 19^{ème} siècle lorsque des groupes d'investissement majoritairement chrétiens commencèrent à exclure de leurs investissements les activités immorales (Knoll, 2002). Cherchant à prendre leurs distances de ces activités répréhensibles et moralement condamnables, ces investisseurs ont évité les entreprises impliquées dans l'alcool, le tabac, les jeux et la pornographie (Harrington, 1992). Certains auteurs considèrent même que les Quakers étaient les premiers à le pratiquer au 17^{ème} siècle (Kinder et al, 1992) alors que pour d'autres, les restrictions éthiques remontent, encore plus loin, à l'interdiction biblique de l'usure (Simpson, 1991).

Toutefois, si on associe le mouvement ISR aux offres publiques de fonds éthiques et non aux initiatives individuelles, alors l'ISR serait apparu pour la première fois aux États-Unis, en 1928, avec la création du Pioneer Fund à Boston à l'initiative d'un groupe ecclésiastique (Harrington, 1992). Ce fonds s'adressait aux investisseurs cherchant à éviter les investissements dans les sin-industries (industries immorales). Le phénomène ISR restera tout de même, mineur et limité, durant les 40 années qui suivirent, à la sélection négative par l'exclusion des activités moralement condamnables.

En Europe, il a fallu attendre les années 80 pour que l'ISR commence à prendre de l'ampleur et à se répandre sur le Vieux Continent même si les premières initiatives éthiques au Royaume-Uni datent de 1920 lorsque certaines églises s'interdisaient d'investir dans des compagnies liées au tabac, à l'alcool, aux jeux et aux armes. Années de crises économiques, le fragile équilibre de la société pousse les certains investisseurs à redécouvrir les notions de partage et d'équité. C'est avant tout dans les pays nordiques que le phénomène prend le plus d'ampleur (Suède, Danemark) avant de gagner la France et le Royaume-Uni. Le premier fonds éthique commercialisé dans ce pays a été créé en 1984. En Allemagne, les premières initiatives ont été prises vers la fin des années 80 par la banque « Ökobank » qui a lancé son premier fonds vert témoignant de la place qu'occupe l'environnement dans ce pays.

En France, le mouvement est aussi récent : le premier fonds éthique a été créé en 1983 à l'initiative d'une congrégation religieuse. Baptisé « nouvelle stratégie 50 », il est géré par Meeschaert en accord avec les principes de l'association « Éthique et Investissement » présidée par Soeur Nicole Reille. A l'exception des premiers fonds éthiques lancés au début des années 80, le marché français alla se focaliser par la suite sur le concept de développement durable grâce notamment à l'énorme travail de terrain effectué par l'agence de notation extra-financière ARESE créée en 1997.

Malgré cette montée de l'ISR en général et des FSR en particulier, cette forme d'investissement ne fait toujours pas l'unanimité au sein de la communauté financière. Certains auteurs lui reprochent, en effet, de restreindre l'ensemble des opportunités d'investissement donnant lieu à des portefeuilles dominés qui affichent une performance inférieure pour un même niveau de risque ou un risque élevé pour le même niveau de performance (Levy, 1978). Ce déficit de performance aurait également pour origines l'augmentation des coûts de surveillance et de contrôle, la réduction de l'univers d'investissement et un potentiel de diversification du portefeuille très restreint (Luther et al, 1992).

Les études empiriques sur la performance financière des FSR n'ont pas tranché cette question. Les méthodes utilisées varient entre comparaison de fonds (Luther et al, 1992 et 1994 ;

Hamilton et al, 1993 ; Mallin et al, 1995 ; Gregory et al, 1997 ; Reyes et Grieb, 1998 ; Cummings, 2000 ; Kreander et al, 2000 ; Statman, 2000 ; Wheat, 2002 et Geczy et al, 2003 ; Burlacu et al, 2004 ; Bauer et al, 2004, 2005), comparaison d'indices (Sauer, 1997 ; D'Antonio et al, 2000 et Le Maux et Le Saout, 2002) et comparaison de titres (Diltz, 1995 ; Guerard, 1997 et Stone et al, 2001, Derwall et al, 2005).

Les résultats trouvés sont mitigés et souvent non significatifs. Aussi, la majorité des études se sont concentrées sur les marchés anglo-saxons, pionniers dans le domaine. En effet, sur 22 études recensées entre 1993 et 2004, 12 sont consacrées au marché américain et 4 au marché britannique. Par ailleurs, les périodes étudiées ont été souvent courtes et assez récentes.

Faisant suite à ces travaux, nous allons étendre l'examen des performances des FSR à un nouveau marché très peu exploré en l'occurrence le marché français de l'ISR¹. Pour cela, nous allons nous appuyer sur la décomposition de la performance de Fama (1972) pour évaluer la sélectivité et le *Market-Timing* des gérants des FSR. Nous comparerons les performances des FSR à celles du marché et des fonds conventionnels (FC) équivalents en vue de vérifier que l'intégration des critères de développement durable dans le processus de sélection des titres ne pénalise pas la performance des fonds par rapport au marché et aux fonds traditionnels.

La suite de l'article sera organisée comme suit : Nous ferons, tout d'abord, un bref aperçu du marché français de l'ISR avant de présenter les données utilisées pour l'étude empirique. Nous expliciterons ensuite la méthodologie employée. Les résultats obtenus seront interprétés dans la quatrième et dernière partie.

1. Le marché français de l'ISR

Le marché français de l'ISR est un marché émergent qui progresse à un rythme soutenu depuis la fin des années 90. Il a bénéficié pour cela d'un environnement favorable caractérisé par la montée en puissance des préoccupations environnementales et sociales et/ou de développement durable, de la création d'agences d'analyse extra-financière, de labels spécifiques de l'épargne salariale, de l'apparition de la problématique de l'épargne retraite et de l'accompagnement d'un train de mesures juridiques visant à promouvoir cette activité. On a ainsi assisté, depuis 1997, à la création de nouveaux fonds éthiques par des opérateurs déjà en place ou par des nouveaux entrants et au basculement de certains produits classiques sous le filtre socialement responsable.

Selon la dernière enquête annuelle de Novethic (www.novethic.fr), la taille du marché français de l'ISR a plus que triplé depuis 2003. Elle s'élève, au 31 décembre 2006 à 16,6 Mrd € contre 8,8 Mrd fin 2005. Les investisseurs institutionnels, qui restent majoritaires sur ce marché à raison de 63 %, ont vu leurs encours progresser de 104 % contre 66 % pour les particuliers. Même si le nombre de FSR a considérablement augmenté ces dernières années atteignant 137 fonds fin 2006, c'est plutôt la gestion dédiée (sous mandat) pour le compte d'investisseurs institutionnels qui tire le marché vers le haut. Représentant 58% du marché, elle progresse plus rapidement que le mode de gestion collective à raison de 600% depuis 2004 alors que la gestion collective a juste doublé sur la même période.

Parmi les institutionnels ayant été les plus actifs sur ce marché en 2006, on peut citer le Fonds de Réserve des Retraites qui a injecté 600 M € de mandats ISR ou l'AGIRC-ARCCO (organisme

¹Il n'existe à ce jour, aucune étude empirique sur l'ISR français. Pour des études descriptives du marché français de l'ISR Cf. Laprun (2000) et Turcotte et al. (2001)

de retraite et de prévoyance) qui a investi 100 M €. Par ailleurs, le développement l'épargne salariale ISR a aussi contribué à la progression de ce marché. Les encours de ce type ont plus que doublé en 2006, passant de 1,3 à 2,8 Mrd € (+ 118 %), traduisant une implantation progressive de cette approche dans l'offre proposée aux salariés des grandes entreprises (Novethic).

2. Les données utilisées

L'échantillon initial des FSR a été fourni par Europerformance². Il comporte 15 fonds « actions françaises », selon la classification de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Sur ces 15 fonds, 4 sont des fonds de distribution et ont été donc exclus³. Le nombre final de FSR de notre échantillon s'élève donc à 11 fonds dont 4 fonds disparus. Ceci nous permet d'éviter un éventuel biais de survivance d'autant plus que la base de données d'Europerformance recense tous les fonds disparus ou survivants. La performance des FSR sera étudiée sur la période de janvier 1994 à janvier 2007. Le choix de cette période nous permet de couvrir le maximum de FSR possibles sur des périodes significatives.

Tableau 2 Liste des FSR de l'échantillon

Code	Libellé long	Date ouverture	Date clôture	Actif net au 31/01/2007 [EUR]	Nbre d'obs
FE1	Capital Emploi (C)	14/08/1997	02/04/2004		79
FE2	CMNE Entreprise Emploi	21/09/2000	19/01/2007		75
FE3	Écureuil 1, 2, 3 ... Futur SICAV	06/10/1999	25/06/2004		56
FE4	Écureuil 1, 2, 3 ... Futur	06/10/1999		132 764 032	87
FE5	Fédéral Actions Éthiques P	02/05/2000		52 195 216	80
FE6	Macif Actions France (C)	22/06/2001		46 676	67
FE7	Macif Croissance Durable (C)	18/06/1999		14 937 362	91
FE8	Maif Croissance Durable	02/07/2004		18 176 385	30
FE9	Maif Retraite Croissance Durable	02/07/2004		16 603 286	30
FE10	MG Actions France (C)	28/08/1998		161 444 113	101
FE11	Plurial France	22/02/1994	13/04/2004		121
MOYENNE				56 595 296	74

Le choix des FC équivalents repose sur la méthode de *Pair-Matching* (Pairage) qui s'inspire, entre autres, des travaux de Mallin et al. (1995), Gregory et al. (1997), Kreander et al. (2000), Statman (2000), Geczy et al. (2003) et Bauer et al. (2002 et 2004). Elle est appliquée avec autant de critères que possible étant donné que nous associons un seul FC équivalent pour chaque FSR de l'échantillon. Ainsi, le FC équivalent choisi doit être un fonds actions

² Europerformance, filiale du groupe Fininfo, est une agence de mesure et d'analyse de la performance des fonds d'investissement européens.

³ Certaines sociétés de gestion offrent deux types d'OPCVM ayant la même composition mais dont les politiques de dividende sont différentes. Nous avons préféré garder les fonds de capitalisation (C) qui, comme tous les fonds de notre échantillon réinvestissent l'intégralité des revenus générés par l'activité. Les fonds de distribution (D) qui répartissent les revenus de leur activité n'ont pas été retenus.

appartenant à la même catégorie AMF (orientation géographique d'investissement) que le FSR et ayant un âge et une taille équivalents (Cf. Tableau 3).

D'autres caractéristiques des fonds, comme les coûts, n'ont pas été prises en compte en raison de leur indisponibilité pour plusieurs fonds mais aussi et surtout par ce qu'ils sont liés à l'actif net du fonds (Malhotra et McLeod, 1997). Néanmoins, lorsque le critère de taille (actif net) n'est pas renseigné, le FC équivalent est choisi sur la base du ratio de dépenses.

Par ailleurs, l'emploi d'autres caractéristiques aurait pu renforcer la comparabilité des FSR et des FC équivalents. En effet, il aurait été possible de comparer les FSR à des FC équivalents de la même institution pour que les deux types de fonds soient soumis aux mêmes contraintes internes et aux mêmes choix et méthodes de gestion. Cette comparaison aurait permis de dégager une évidence empirique plus forte quant à l'écart de performance entre FSR et FC équivalents.

Ce critère n'a pu être employé en raison de l'indisponibilité des données et des choix assez limités. Aussi, l'emploi de ce critère aurait pour conséquence de limiter le choix en ce qui concerne les autres critères d'âge ou de taille voire de les abandonner. Il est en effet, difficile de trouver des FC équivalents de la même institution ayant en même temps une taille et un âge équivalents.

Par ailleurs, nous avons choisi le CAC 40 comme *Benchmark* classique et l'Aspi Eurozone (ASPEZ) comme *Benchmark* éthique. Les données s'y rapportant ont été fournies par la base de données Datastream. Aussi nous avons utilisé la même base pour calculer les rentabilités mensuelles des titres du CAC 40 sur la même période.

Enfin, le taux sans risque utilisé dans notre étude est le taux de référence des bons de trésor français à un mois. Il ne s'agit pas d'une moyenne mensuelle mais de la valeur de fin de mois. Les valeurs annuelles, obtenues auprès de la Banque de France, ont été mensualisées pour les besoins de l'étude.

Tableau 3 Liste des FC équivalents de l'échantillon

Code	Libellé long	Date ouverture	Date clôture	Actif net au 31/01/2007 [EUR]	Nbre d'obs
FC1	Écureuil Énergie Sicav	27/10/1997	18/06/2004		79
FC2	Croissance Directe	17/09/1999	19/05/2006		79
FC3	S.P. France	29/11/1999	14/10/2004		58
FC4	Regard Actions France	27/03/2000		171 578 873	82
FC5	Value France Actions (C)	29/12/1999		51 641 217	85
FC6	Cortal Consors Fin A French Eq	30/05/2001		838 135	68
FC7	Cambacérés Risques	09/06/1999		11 050 238	91
FC8	Croival	31/12/2003		34 985 000	37
FC9	Platinum France	22/06/2004		6 772 000	31
FC10	Ofi Optima France I	07/05/1998		146 874 647	104
FC11	Crystal Actions France	07/10/1994	29/12/2004		121
MOYENNE				60 534 301	76

3. Méthodologie

La performance dépend de l'aptitude à la prévision. Fama (1972) distingue deux composantes dans la capacité d'anticipation des gestionnaires de fonds : les prévisions des mouvements de prix des actions individuelles et les prévisions des mouvements de prix du marché. Le premier don de prévision conduit le gestionnaire à acquérir ou à renforcer une position sur des titres jugés sous-évalués ou au contraire à liquider des titres perçus comme surévalués. C'est ce qu'on appelle la sélectivité des titres. La capacité de prévision du marché, appelée *Market-Timing*, incite à augmenter ou à diminuer la sensibilité du portefeuille au mouvement du marché selon les anticipations à la hausse ou à la baisse de ce dernier.

L'évaluation de la performance des FSR est donc effectuée conformément à cette décomposition. Le premier volet de la sélectivité est mesuré par le ratio de Sharpe (1966) et l'alpha de Jensen (1968). Nous examinons ensuite la capacité de *Market-Timing* des gérants de FSR en employant le modèle de Henrikson et Merton (1981).

3.1. La mesure de la sélectivité des gérants

Dans cette première partie, les performances sont évaluées au moyen d'une comparaison entre les FSR et les FC équivalents. À côté des statistiques descriptives de la rentabilité moyenne et du risque total, le ratio de Sharpe est calculé de la manière suivante :

$$S_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma(R_i)}$$

Où R_i est la rentabilité du portefeuille i ,
 $\sigma(R_i)$ le risque total du portefeuille i ,
 R_f le taux sans risque du marché.

Aussi, la significativité statistique de la différence de performance éventuelle entre les deux types de fonds est testée. L'hypothèse retenue est qu'il n'y a pas de différence statistiquement significative entre la performance des FSR et celle des FC équivalents.

Parallèlement, la performance des FSR est comparée à celle du marché représenté soit par un indice classique soit par un indice éthique. Partant de l'hypothèse que les fonds conventionnels sous-performent généralement leurs benchmarks (Gruber, 1996), nous testons si cette sous-performance est aussi vérifiée dans l'industrie ISR.

Pour ce test, nous utilisons comme mesure, l'alpha de Jensen, issu de la régression du MEDAF, et qui permet de mesurer la rentabilité en excès du portefeuille marché. Il est calculé en estimant l'équation suivante :

$$R_{P_t} - R_{F_t} = \alpha_p + \beta_p (R_{M_t} - R_{F_t}) + \varepsilon_{P_t}$$

Où R_{P_t} est la rentabilité mensuelle du fonds p au mois t .
 R_M est la rentabilité du marché au mois t .
 R_{F_t} est le taux sans risque.

3.2. Le *Market-Timing*

En plus de la sélectivité, évaluée par les mesures de Sharpe et de Jensen, le modèle de Henrikson et Merton mesure la capacité de *Market-Timing* des gérants des FSR selon l'équation suivante à régresser :

$$R_{P_t} - R_{F_t} = \alpha_P + \beta_{P1}(R_{M_t} - R_{F_t}) + \beta_{P2}(R_{M_t} - R_{F_t})D + \varepsilon_{P_t}$$

D étant une variable indicatrice qui prend la valeur 1 lorsque $R_{M_t} > R_{F_t}$ et 0 sinon.

Selon ce modèle, si le gérant possède réellement un *Market-Timing*, c'est-à-dire qu'il anticipe bien les mouvements du marché, à la hausse comme à la baisse, et qu'il parvienne à modifier la composition de son portefeuille et par conséquent sa sensibilité et profiter de la tendance, nous devons obtenir un β_2 positif et significativement différent de zéro. Ce modèle mesure, également, la sélectivité du gérant, à l'instar de l'alpha de Jensen, ainsi que le risque systématique représenté par β_1 .

4. Les résultats

4.1. La comparaison avec les FC

L'observation du tableau 4 montre que les FSR actions françaises, tout comme les FC, sousperforment, en moyenne, les deux indices de marché classique (CAC 40) et éthique (ASPEZ). Avec une rentabilité moyenne de 0,56% et un ratio de Sharpe de 0,09, les FSR font moins bien que les indices de marché qui obtiennent des rentabilités moyennes respectives de 0,89 et 1,08% et des ratios de Sharpe de 0,11 et 0,15 calculés pourtant sur des périodes plus longues (presque le double). Ceci explique peut être la plus grande variabilité des indices par rapport au risque total moyen des FSR. L'écart-type moyen des FSR s'élève, en effet, à 5,07 contre 5,56 et 5,41 respectivement pour le CAC 40 et l'ASPEZ.

Au niveau individuel, seuls les fonds éthiques FE8 et FE9 et les fonds conventionnels FC7, FC8, FC9 et FC10 parviennent à surperformer le marché selon la rentabilité moyenne et/ou le ratio de Sharpe, mais les écarts de performance qu'ils affichent ne sont pas significativement différents de zéro. Aussi, à l'exception du fonds conventionnel FC2, la sous-performance généralisée des FSR ou des FC par rapport aux deux indices, classique et éthique, n'est pas statistiquement significative.

Tableau 4 Statistiques descriptives et ratios de Sharpe des FSR et des FC équivalents, janvier 1994-janvier 2007

FSR	R	σ	S	Obs	FC	R	σ	S	Obs
FE1	0,45	6,97	0,02	79	FC1	0,46	4,34	0,04	79
FE2	-0,17	6,29	-0,07	75	FC2	-1,46	12,66	-0,14	79
FE3	-0,24	5,52	-0,10	56	FC3	-0,17	5,91	-0,08	58
FE4	0,40	4,87	0,02	87	FC4	0,05	6,51	-0,04	82
FE5	0,28	5,85	0,00	80	FC5	0,73	5,32	0,08	85
FE6	0,38	5,11	0,02	67	FC6	0,21	5,02	-0,02	68

FE7	0,57	5,06	0,06	91	FC7	1,26	11,30	0,09	91
FE8	1,69	2,90	0,48	30	FC8	1,47	2,54	0,46	37
FE9	1,64	2,91	0,46	30	FC9	0,73	2,28	0,19	31
FE10	0,63	5,02	0,07	101	FC10	0,90	5,92	0,10	104
FE11	0,53	5,26	0,04	121	FC11	0,51	5,18	0,04	121
Moy.	0,56	5,07	0,09	74	Moy.	0,43	6,09	0,07	76
ASPEZ	1,08	5,41	0,15	157	CAC40	0,89	5,56	0,11	157

Par ailleurs, et en dépit de cette sous-performance par rapport aux indices de marché, les FSR ont réalisé des performances supérieures aux FC équivalents de la même catégorie. Avec un ratio de Sharpe moyen de 0,09 contre 0,07 pour les FC, les FSR ont été plus rentables et moins risqués. En effet, 2 FSR seulement sur 11 ont eu un ratio de Sharpe négatif contre 4 pour les FC équivalents alors que ce ratio a été plus élevé du côté des FSR dans 6 cas sur 11.

Les résultats font donc apparaître que les FSR performant moins bien que le marché (éthique ou classique) mais surperforment les FC équivalents selon le ratio de Sharpe. Il apparaît également, que l'indice éthique employé, en l'absence d'un indice spécifique du marché français, performe mieux que l'indice classique sur toute la période de l'étude, en obtenant un meilleur ratio de Sharpe et un risque total plus faible.

Toutefois, les écarts de performance, que ce soit entre les FSR et les FC ou entre l'indice éthique et l'indice classique, ne sont pas statistiquement significatifs. En effet, seul le FSR FE9 surperforme de manière statistiquement significative son FC équivalent, au titre du ratio de Sharpe.

4.2. La comparaison avec le marché

Pour les fonds actions françaises, la nature du régresseur employé (indice classique ou éthique) n'a pas d'effet sur les résultats. En effet, les tableaux 5 et 6 montrent que dans les deux cas, les FSR sousperforment le marché même s'ils font un peu mieux avec l'indice classique. Au niveau de chaque fonds, les résultats révèlent que les performances des FSR dépassent celles du marché deux fois seulement avec le CAC 40 et l'ASPEZ (les fonds FE5 et FE7) sans que cela soit statistiquement significatif. En même temps, les FC surperforment 5 fois le CAC 40 et 4 fois l'ASPEZ mais, dans les deux cas, l'alpha de Jensen n'a été significatif qu'une seule fois. En revanche, ils sous-performent le marché deux fois de manière significative.

Il apparaît donc que, quelque soit l'indice utilisé (classique ou éthique), les FSR sousperforment le marché. On enregistre, en effet, 9 alphas négatifs pour les 11 fonds de l'échantillon que ce soit avec le CAC 40 ou avec l'ASPEZ. Toutefois, l'ensemble de ces résultats est non significatif.

Quant au risque systématique, les FSR affichent, en moyenne, des bêtas inférieurs à 1 indiquant un risque moins élevé mais assez proche du risque du marché. Seuls les fonds FE5, FE8 et FE9 affichent des bêtas à peine supérieurs à 1. Le bêta moyen s'élève ainsi à 0,90 suggérant une attitude conservatrice à l'égard du risque de marché.

Par ailleurs, le coefficient de détermination \bar{R}^2 des FSR est plus élevé avec le CAC 40 ce qui révèle une sensibilité plus grande à l'indice classique. Ceci peut être expliqué par le fait que nous employons un indice éthique plutôt européen, en l'absence d'un indice éthique spécifique au marché français. Le coefficient de détermination obtenu avec l'indice éthique aurait probablement été plus élevé si un indice spécifique au marché français était disponible.

Tableau 5 Le MEDAF : Régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et FC avec le CAC 40, janvier 1994-janvier 2007

FSR	α	β	Obs	R^2_{ajus}	FC	α	β	Obs	R^2_{ajus}
FE1	-0,18	*0,87	79	0,68	FC1	-0,10	*0,64	79	0,92
FE2	-0,33	*0,98	75	0,70	FC2	*-2,10	*1,81	79	0,66
FE3	-0,18	*0,82	56	0,91	FC3	0,11	*0,94	58	0,97
FE4	-0,04	*0,85	87	0,89	FC4	-0,11	*1,18	82	0,89
FE5	0,14	*1,03	80	0,87	FC5	**0,50	*0,92	85	0,83
FE6	-0,03	*0,92	67	0,92	FC6	-0,13	*0,83	68	0,77
FE7	0,09	*0,81	91	0,72	FC7	0,64	*1,26	91	0,35
FE8	-0,01	*1,02	30	0,82	FC8	0,03	*0,97	37	0,91
FE9	-0,07	*1,03	30	0,82	FC9	-0,43	*0,72	31	0,67
FE10	-0,04	*0,86	101	0,88	FC10	0,29	*0,92	104	0,76
FE11	-0,11	*0,76	121	0,79	FC11	***-0,26	*0,81	121	0,86
Moy.	-0,07	0,90	74	0,82	Moy.	-0,14	1,00	76	0,78

* Significatif au seuil de 1%, ** Significatif au seuil de 5%, *** Significatif au seuil de 10%

Tableau 5 Le MEDAF : Régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et FC avec l'ASPEZ, janvier 1994-janvier 2007

FSR	α	β	Obs	R^2_{ajus}	FC	α	β	Obs	R^2_{ajus}
FE1	-0,10	*0,87	79	0,70	FC1	-0,04	*0,62	79	0,89
FE2	-0,41	*0,91	75	0,67	FC2	*-2,10	*1,73	79	0,67
FE3	-0,19	*0,78	56	0,92	FC3	0,09	*0,87	58	0,94
FE4	-0,05	*0,81	87	0,90	FC4	-0,12	*1,11	82	0,87
FE5	0,08	*1,00	80	0,89	FC5	**0,51	*0,88	85	0,82
FE6	-0,03	*0,85	67	0,91	FC6	-0,13	*0,77	68	0,76
FE7	0,11	*0,77	91	0,73	FC7	0,67	*1,18	91	0,35
FE8	-0,08	*1,00	30	0,79	FC8	0,18	*0,86	37	0,80
FE9	-0,14	*1,00	30	0,79	FC9	-0,41	*0,66	31	0,59
FE10	-0,01	*0,83	101	0,88	FC10	0,33	*0,90	104	0,77
FE11	-0,30	*0,76	121	0,75	FC11	***-0,37	*0,80	121	0,83
Moy.	-0,10	0,87	74	0,81	Moy.	-0,13	0,95	76	0,75

* Significatif au seuil de 1%, ** Significatif au seuil de 5%, *** Significatif au seuil de 10%

4.3. La capacité de *Market-Timing*

Dans la catégorie des fonds actions françaises, les résultats issus de la régression du modèle de Henrikson et Merton (1981), consignés dans les tableaux 7 et 8, permettent de tirer des conclusions pertinentes sur la capacité anticipative du marché des gérants des fonds qu'ils soient éthiques ou non éthiques. En effet, que ce soit avec l'indice classique ou avec l'indice éthique, le nombre de β_2 positifs obtenus est très faible : 1 seul bêta positif avec le CAC 40 et 3 avec l'ASPEZ, tous non significatifs, pour les FSR contre respectivement 5 et 3 bêtas positifs, dont un seul significatif, pour les FC. Ceci donne lieu à des β_2 moyens négatifs pour tous les FSR et les FC.

Par ailleurs, les FSR affichent des performances supérieures au marché avec des alphas positifs pour 10 fonds sur 11 (un seul significatif), dans le cas du CAC 40 et pour 8 fonds, dans le cas de l'ASPEZ (4 significatifs). Les FC équivalents ne font pas mieux. Ils surperforment l'indice classique à 6 reprises dont 2 de manière significative et 8 fois l'indice éthique dont 3 fois de manière significative.

Tableau 7 Le modèle de Henrikson et Merton : Régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et des FC avec le CAC 40, janvier 1994-janvier 2007

FSR	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}	FC	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}
FE1	-0,30	*0,85	0,05	0,68	FC1	-0,12	*0,64	0,01	0,92
FE2	***0,80	*1,20	*-0,55	0,72	FC2	0,13	*2,27	***-1,01	0,68
FE3	0,07	*0,87	-0,10	0,91	FC3	0,20	*0,95	-0,04	0,97
FE4	0,20	*0,90	-0,12	0,89	FC4	0,01	*1,20	-0,06	0,89
FE5	0,22	*1,05	-0,04	0,87	FC5	*1,26	*1,08	** -0,39	0,84
FE6	0,27	*0,98	-0,15	0,92	FC6	**0,73	*1,00	*-0,43	0,79
FE7	0,27	*0,84	-0,08	0,72	FC7	-0,10	*1,10	0,36	0,35
FE8	0,10	*1,10	-0,11	0,82	FC8	-0,12	*0,88	0,14	0,91
FE9	0,05	*1,10	-0,11	0,82	FC9	*-1,02	0,36	0,56	0,69
FE10	0,02	*0,87	-0,03	0,88	FC10	0,20	*0,90	0,04	0,76
FE11	0,41	*0,86	-0,21	0,80	FC11	-0,14	*0,84	-0,05	0,86
Moy.	0,19	0,97	-0,13	0,82	Moy.	0,09	1,02	-0,08	0,79

* Significatif au seuil de 1%, ** Significatif au seuil de 5%, *** Significatif au seuil de 10%

Tableau 7 Le modèle de Henrikson et Merton : Régressions en séries temporelles des rentabilités mensuelles des FSR et des FC avec l'ASPEZ, janvier 1994-janvier 2007

FSR	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}	FC	α	β_1	β_2	R^2_{ajus}
FE1	-0,36	*0,82	0,09	0,70	FC1	0,16	*0,66	-0,08	0,89
FE2	**0,98	*1,19	*-0,65	0,71	FC2	1,05	*2,40	*-1,39	0,71
FE3	***0,44	*0,90	*-0,25	0,93	FC3	**0,61	*0,97	**0,21	0,95
FE4	**0,47	*0,92	*-0,24	0,91	FC4	0,26	*1,20	-0,19	0,88
FE5	0,36	*1,05	-0,13	0,89	FC5	*1,50	*1,09	*-0,48	0,85
FE6	0,40	*0,94	**0,20	0,91	FC6	**0,82	*0,96	*-0,44	0,79
FE7	**0,75	*0,91	**0,30	0,74	FC7	0,30	*1,10	0,17	0,34
FE8	**0,78	**0,64	0,60	0,80	FC8	-0,03	*0,76	0,18	0,80
FE9	**0,83	**0,65	0,59	0,80	FC9	*-1,55	0,12	**0,94	0,66
FE10	0,41	*0,93	**0,19	0,88	FC10	0,50	*0,94	-0,08	0,77
FE11	0,31	*0,89	**0,26	0,75	FC11	-0,36	*0,80	-0,01	0,83
Moy.	0,19	0,89	-0,09	0,82	Moy.	0,30	1,00	-0,14	0,77

* Significatif au seuil de 1%, ** Significatif au seuil de 5%, *** Significatif au seuil de 10%

Conclusion : Investir de manière responsable pénalise-t-il la performance ?

L'analyse des performances des FSR français actions de notre échantillon s'est appuyée sur la méthode de *Pair-Matching*. Nous avons procédé à la comparaison des performances des FSR à celles d'un groupe de FC équivalents. La performance des FSR a été également comparée à celle du marché représenté par un indice classique et un indice éthique.

Les résultats de notre analyse révèlent que les FSR, tout comme les fonds traditionnels, ont été moins performants que le marché représenté par l'indice classique ou l'indice éthique. Cependant, cette sous-performance généralisée n'a pas été statistiquement significative. De la même manière, nous avons décelé une performance supérieure des FSR par rapport aux FC équivalents. Les FSR ont été à la fois plus rentables et moins risqués. Ils obtiennent également des ratios de Sharpe plus élevés. Mais, encore une fois, les écarts de performance ne sont pas significativement différents de zéro.

Il s'en suit donc qu'il n'existe pas de différence statistiquement significative entre la performance des FSR et celle du marché ou des FC équivalents. L'intégration des critères sociaux et environnementaux dans le processus de sélection des titres ne semble pas avoir d'effet sur la performance des portefeuilles éthiques. Ces derniers ne semblent donc pas pénalisés par l'engagement éthique de l'investisseur individuel.

Par ailleurs, au niveau du risque systématique, les FSR ont été, tout comme les FC équivalents, moins risqués que le marché affichant une attitude assez conservatrice par rapport au risque de marché. Aussi, les indices classiques expliquent, mieux que les indices éthiques, la variation des rentabilités des FSR. Ceci peut être expliqué par l'absence d'un indice éthique spécifique au marché français.

Enfin, les régressions en séries temporelles des rentabilités des FSR et des FC équivalents avec le modèle de Henrikson et Merton révèlent une très faible capacité de *Market-Timing* des gérants des FSR et des FC équivalents. En effet, les bêtas associés au facteur de *Timing* ont été rarement positifs que ce soit avec l'indice classique ou avec l'indice éthique. De plus, nous n'avons enregistré aucun bêta positif et significatif du côté des FSR contre un seul pour les fonds traditionnels, obtenu avec l'ASPEZ.

Si ce résultat est tout de même prévisible pour les FSR dont la rotation des titres dans le portefeuille est assez faible pour des raisons de contrôle et de coûts, il est un peu surprenant pour les fonds traditionnels qui devraient normalement être plus réactifs aux mouvements du marché.

Faut-il par ailleurs, noter que les résultats encourageants obtenus par les FSR dans notre étude gagneraient à être validées par d'autres travaux en élargissant l'étude empirique aux FSR français investissant sur d'autres marchés (zone euro, international, etc.) ou dans d'autres classes d'actifs (fonds obligataires, diversifiés). Aussi, il serait intéressant d'examiner le style d'investissement des FSR français notamment à l'égard des titres de faible ou de forte capitalisation et à l'égard des titres de valeur ou de croissance. Enfin, au-delà du marché français, l'étude peut être élargie à d'autres marchés émergents comme le marché asiatique ou sud-africain.

BIBLIOGRAPHIE

Bauer R., Otten R. et Rad A. T. (2004), « Ethical Investment in Australia; Is there a Financial Penalty », *Document de recherche*, Limburg Institute of financial Economics, Université de Maastricht, www.fdeweb.unimaas.nl, Janvier.

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

Burlacu R, Girerd-Potin I. et Dupré D. (2004), « Y a-t-il un sacrifice à être éthique ? Une étude de performance des fonds socialement responsables américains », Banque et marché, Mars-Avril

Cummings Lorne S. (2000), « The Financial Performance of Ethical Investment Trusts: An Australian Perspective », *Journal of Business Ethics*, 25 (1), p. 79-92, mai.

D'Antonio L., Johnsen T. et Hutton B. (1997), « Expanding Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Bond Performance », *The journal of Investing*.

Derwall J, Guenster N, Bauer B. et Koedijk K. (2005), « The Eco-Efficiency Premium Puzzle », *Financial Analysts Journal*, volume 61, n° 2, p. 51-63.

Diltz J. D. (1995), « The Private Cost of Socially Responsible Investing », *Applied Financial Economics*, 5, p. 69-77.

Fama E. (1972), « Components of Investment performance », *Journal of Finance*, vol. 27, p. 551-567.

Geczy C., Stambaugh R. F. et Levin D. (2003), « Investing in Socially Responsible Mutual Funds », *Document de recherche*, Wharton School, Université de Pennsylvanie, www.wharton.upenn.edu, Mai.

Gregory A., Matatko J. et Luther R. (1997), « Ethical Unit Trust Financial Performance : Small Company Effects and Fund Size Effects », *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (5), p. 705-725, juin.

Gruber M. (1996), « Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds », *Journal of Finance*, juillet.

Guerard Jr John B. (1997, a), « Is there a Cost to Being Socially Responsible », *Journal of Investing*, vol. 6 (2), p. 11.

Guerard Jr John B. (1997, b), « Additional Evidence on the Cost of Being Socially Responsible in Investing », *Journal of Investing*, vol. 6 (4), p. 31-35.

Hamilton S., Jo H. et Statman M. (1993), « Doing Well While Doing Good ? The Investment Performance of Socially responsible Mutual Funds », *Financial Analysts Journal*, 49 (6), p. 62-66, novembre-décembre.

Harrington J. (1992), *Investing with your Conscience*, John Wiley and Sons, New York.

- Henrikson R. D. et Merton R. C. (1981), « On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills », *Journal of Business*, vol. 54 (4), p. 513-533.
- Jensen M. C. (1968), « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *Journal of Finance*, vol. 23 (2), p. 389-416.
- Kinder P. D., Lydenberg, S. et Domini, A. L. (1992), *The Social Investment Almanac*, Henry Holt and Company, New York.
- Knoll M. S. (2002), « Ethical Screening in Modern Financial Markets: The conflicting claims Underlying Socially Responsible Investment », *The Business Lawyer*, vol. 57, no. 2, pp. 681-726.
- Kreander N., Gray R. H., Power D. M. et Sinclair C. D. (2000), « Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds : A Matched Pair Analysis », Document de recherche, *Université d'Aberdeen*, [ww.abdn.ac.uk](http://www.abdn.ac.uk).
- Le Maux J. et Le Saout E. (2002), « La performance des indices socialement responsables : mirage ou réalité ? », *Document de recherche*, CREFIB, Université de Paris 1 Panthéon Sorbonne.
- Levy H. (1978), « Equilibrium in an Imperfect Market : A Constraint on the Number of Securities in the Portfolio », *American Economic Review*, p. 643-658, septembre.
- Luther R.G., J. Matatko et D. C. Corner (1992), « The investment performance of UK ethical unit trusts », *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 5 (4), p.57-70.
- Luther R.G. et Matatko J. (1994), « The performance of ethical unit trusts : choosing an appropriate Benchmark », *British Accounting Review*, 26, p.77-89.
- Malhotra D. K. et McLeod R. (1997), « An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses », *Journal of Financial Research*, vol. 20, p. 175-190.
- Mallin C.A., A. Saadouni et R. J. Briston (1995), « The financial performance of ethical investment funds », *Journal of Business Finance and Accounting*, 22 (4), p. 482-496, juin.
- Reyes M. G. et Grieb T. (1998), « The External Performance of Socially-Responsible Mutual Funds », *American Business Review*, 16 (1), p. 1-6, janvier.
- Sauer D. A. (1997), « The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini Social Index and Domini Equity Mutual Fund », *Review of Financial Economics*, vol. 6 (2), p. 137-149.
- Sharpe W. (1966), « Mutual Fund Performance », *Journal of Business*, vol. 39, p. 119-138.
- Simpson A. (1991), « The Greening of Global Investment: How The environment, Ethics and Politics are Rechaping Strategies », in Knoll, M. S. (2002), « Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment », *The Business Lawyer*, vol. 57, no. 2, pp. 681-726, p. 684.

Statman M. (2000), « Socially Responsible Mutual Funds », *Financial Analyst Journal*, p.30-39, mai-juin

Stone B. K., Guerard Jr. J. B, Gultekin M. N. et Adams G. (2001), « Socially Responsible Investment Screening: Strong Empirical Evidence of No Cost for Actively Managed Value-Focused Portfolios », Résumé moins technique d'un document envoyé au Prix Moskowitz, <http://www.socialinvest.org/pdf/research/Moskowitz/2001%20Honorable%20Mention%20-%20Moskowitz.pdf>

Wheat D. (2002), « Performance of Socially and Environmentally Screened Mutual Funds », SRI World Group, www.ishareowner.com.