

Les performances de l'investissement socialement responsable en France

Décembre 2008



Noël Amenc

Professeur de Finance à l'EDHEC,
Directeur de l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre

Véronique Le Sourd

Ingénieur de Recherche à l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre

Résumé

L'EDHEC a réalisé en 2008 une étude portant sur l'évaluation de la performance des fonds d'investissement socialement responsable (ISR) distribués en France. Cette étude couvrait une période de six ans (2002-2007) et analysait plus particulièrement les fonds investis en actifs couvrant la France, la zone Euro et l'Europe. Cette étude ne mettait pas en évidence l'existence de valeurs d'alpha, mesurées par le modèle à trois facteurs de Fama-French, à la fois positives et significatives, pour les fonds ISR. Nous avons en effet obtenu pour la plupart des fonds ISR, des alphas négatifs, mais non significatifs, indiquant que la sélection de titres à caractère ISR n'était pas susceptible en elle-même de générer un surplus de performance, mais que la performance de ces fonds s'expliquait par leurs orientations (biais) de style et les cycles de marché.

Suite à la diffusion en avril 2008 auprès de la presse professionnelle des résultats de cette étude, nous avons reçu un certain nombre de commentaires de la part d'acteurs de l'ISR, et notamment de la part d'une société de conseil, Altedia. La société de conseil Altedia a elle-même publié en avril 2008 une courte étude (Magnier et Schaff, 2008) dont la conclusion générale était que les fonds ISR avaient réalisé sur les 12 derniers mois des performances supérieures à celles de l'investissement traditionnel. Interrogé sur ces résultats, Altedia a émis des critiques¹ sur l'étude de l'EDHEC, en particulier sur la taille de l'échantillon utilisé et sur le choix de se restreindre au marché français, estimant que leur étude était plus représentative du marché de l'ISR. En ce qui concerne la taille de l'échantillon, notre étude mettait en avant les résultats obtenus pour les fonds investis en actifs de la zone Euro et présentait en annexe les résultats obtenus pour les fonds des groupes France et Europe, et il a été considéré un peu rapidement que l'étude ne portait que sur les seuls fonds classés zone Euro, qui ne constituaient en fait que la moitié de l'échantillon.

Par ailleurs, Altedia laissait entendre que le fait d'éliminer les fonds jeunes, pour pouvoir réaliser une étude sur six ans, biaisait les résultats et ne donnait pas une représentation de l'ISR tel qu'il se pratique actuellement. Afin de répondre à ces critiques, nous avons décidé de compléter notre étude initiale en y intégrant le groupe de fonds investis en actifs internationaux, qui avait été initialement laissé de côté, compte tenu de sa plus grande hétérogénéité, comparé aux trois autres groupes de fonds. Nous avons aussi effectué des calculs sur des périodes plus courtes incluant un plus grand nombre de fonds.

Le reste de ce document est organisé de la façon suivante. Dans une première partie, nous rappellerons comment se définit le concept de l'investissement socialement responsable, et nous verrons quelle en a été l'évolution durant ces dernières années et quelle est l'image véhiculée par ce type de placement. Dans une deuxième partie, nous analyserons si, dans le cadre d'une étude de la performance de l'ISR, le choix de l'échantillon de fonds est susceptible d'introduire un biais dans le résultat. Nous verrons ensuite, dans une troisième partie, quelle est l'influence du choix de la période d'évaluation sur cette mesure. En conclusion, nous verrons quels enseignements cette étude nous permet de tirer de l'investissement socialement responsable en France.

1 - Le texte d'Altedia mettant en cause l'étude de l'EDHEC figure en annexe (cf. annexe 1).

A propos des auteurs

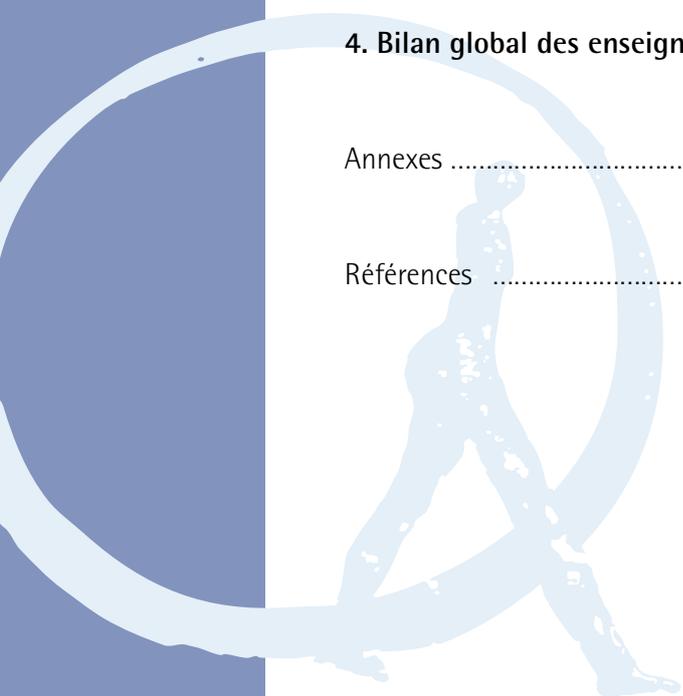
Noël Amenc est professeur de Finance et Directeur de la Recherche et du Développement à l'EDHEC Business School, où il dirige l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. Titulaire d'une maîtrise en Economie et d'un doctorat en Sciences de Gestion, il a effectué des travaux de recherche dans les domaines de la gestion d'actions quantitative, de l'analyse de performance de portefeuille et de l'allocation d'actifs ; ces travaux ont donné lieu à de nombreux articles et publications académiques et professionnels. Il est Associate Editor du *Journal of Alternative Investments* et membre du conseil scientifique de l'Autorité des Marchés Financiers.

Véronique Le Sourd est titulaire du DESS de Mathématiques appliquées de l'Université Pierre et Marie Curie (Paris VI). De 1992 à 1996, elle a travaillé comme assistante de recherche au département Finance et Economie du Groupe HEC et a ensuite rejoint le département recherche de Misys Asset Management Systems à Sophia-Antipolis. Elle est actuellement ingénieur de recherche senior à l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre.



Table des matières

Résumé	2
1. Contexte actuel de l'investissement socialement responsable	5
2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'investissement ISR en France ?	7
3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?	16
4. Bilan global des enseignements à tirer de l'ISR en France	25
Annexes	26
Références	34



1. Contexte actuel de l'investissement socialement responsable

A l'origine, l'investissement que l'on appelle aujourd'hui socialement responsable était avant tout tourné vers l'éthique et le respect de valeurs morales. Il était plus particulièrement destiné à une niche d'investisseurs, comme les congrégations religieuses, qui souhaitaient investir en accord avec leurs principes moraux, et éviter certains secteurs d'investissement, comme l'armement, l'alcool, le tabac². Ce type de placement s'est ensuite ouvert à un public plus large, en évoluant d'une orientation purement éthique, avec exclusion complète de secteurs, à un concept plus large, s'ouvrant également à des placements non plus basés sur l'exclusion, mais sur la sélection des sociétés respectant le mieux un certain nombre de critères reliés aux valeurs sociales et environnementales. Ces dernières années, les investisseurs se sont en effet montrés de plus en plus concernés par les répercussions sur l'environnement de l'activité des entreprises, ainsi que par leurs politiques sociales et la gouvernance d'entreprise. Les sociétés de gestion ont saisi cette opportunité et développé des placements répondant à cette demande.

Les investisseurs choisissant ce type de placement ont donc un double objectif : investir leur argent dans les entreprises identifiées comme les plus exemplaires, mais également faire fructifier leur épargne, ce deuxième objectif étant sans aucun doute, comme on peut facilement l'imaginer, l'objectif premier pour la plupart d'entre eux. Il s'agissait donc pour les sociétés de gestion de mettre en avant cet aspect et de présenter ce type d'investissement comme permettant de faire aussi bien (voire mieux) qu'un placement dans des sociétés qui n'intégreraient pas d'aspects extra financiers dans leur gestion, tout en donnant à l'investisseur la satisfaction d'avoir bonne conscience.

Nous avons effectué une recherche par l'intermédiaire de la base Factiva des

citations parues dans la presse en langue française sur plus de six ans (janvier 2002 – août 2008) et associant investissement socialement responsable (et toutes ses différentes appellations) à une source de valeur ajoutée pour l'investissement. Nous avons recensé une soixantaine de citations associant performance et ISR, la plupart émanant de sociétés de gestion. Cette liste n'est pas exhaustive, car limitée au contenu disponible sur Factiva. Le nombre de citations se répartit assez équitablement entre les années 2004 et 2007 et tend à s'accroître en 2008, où sur huit mois seulement on obtient déjà plus de références que sur les douze mois des autres années. Au contraire, avant 2004, on ne retrouve pratiquement aucune référence.

Nous reprenons ici quelques exemples qui nous ont paru particulièrement intéressants et représentatifs parmi les citations relevées au cours de ces dernières années. Suivant une enquête du cabinet de conseil Seeds Finance, réalisée en mai 2008, en partenariat avec la Macif, auprès d'une centaine d'investisseurs institutionnels français, « Les attentes [des investisseurs institutionnels] qui ont intégré l'ISR dans leur portefeuille d'actifs concernent en premier lieu la diversification de ce portefeuille (26 %), et bénéficier de l'alpha des dirigeants ». Un spécialiste de la gestion privée d'un cabinet de conseil déclarait au début de l'année : « Il y a des opportunités à saisir, dans l'investissement socialement responsable ou écologique, par exemple, qui vous permettront de préserver votre rentabilité ». En 2004 déjà, une grande société de gestion européenne déclarait : « Les études montrent que la prise en compte des critères ISR ne coûte rien, ce qui implique que la valeur ajoutée socialement responsable est gratuite ». La même année, un quotidien économique français rapportait le commentaire suivant : « Dans la phase d'émergence des contraintes inhérentes aux pratiques socialement responsables,

2 - Pour un bref historique de l'investissement socialement responsable, on pourra consulter, Sassenou, Bello, Féron et d'Arcimoles (2001).

1. Contexte actuel de l'investissement socialement responsable

les entreprises ayant intégré en premier les critères ISR bénéficient théoriquement d'un alpha positif, ce qui implique à moyen terme une surperformance des placements ISR. L'alpha positif s'explique par un effet extrêmement favorable des critères ISR sur les marges et la croissance de l'entreprise, au travers notamment d'une meilleure sécurité, d'une visibilité améliorée et donc d'un risque de prévision atténué, d'un effet d'affichage et d'une prise en compte de contraintes porteuses d'innovation technique ». Toutes ces citations laissent entendre que le choix de l'investissement socialement responsable sera bénéfique pour l'investisseur, ou tout au moins ne lui fera en rien perdre de la performance.

Il peut cependant paraître difficile d'imaginer qu'une entreprise qui réalise des investissements de manière à limiter son impact sur l'environnement n'en subisse pas les conséquences sur ses bénéfices, du moins à court terme. Par ailleurs, les entreprises étant de plus en plus concernées par ce problème, elles sont de plus en plus nombreuses à entreprendre des actions dans ce sens et à chercher à se prévaloir du label ISR. Pour ce qui est du principal courant ISR, à savoir la pratique d'une sélection positive, on peut penser que la différence entre un fonds d'investissement ISR et un fonds d'investissement non ISR, qui est déjà parfois faible, va encore tendre à se réduire dans les années à venir.

C'est sans doute ce constat qui a conduit au développement récent d'un nouveau type de fonds, dits fonds thématiques (Novethic, 2007), que les sociétés de gestion ont classés dans la catégorie ISR, mais qui se distinguent assez fortement de ce que l'on avait l'habitude d'entendre sous le terme d'investissement socialement responsable. Ces fonds ne peuvent en effet prétendre à l'appellation ISR que par leur seul secteur d'investissement, car ils n'appliquent pas

systématiquement les habituels critères de sélection ESG (environnement, social, gouvernance). Leur caractéristique est de se concentrer sur un seul secteur lié à l'environnement (eau, énergies renouvelables). Dans le cas de ces fonds, c'est le secteur d'activité de la compagnie qui est socialement responsable, et plus directement l'entreprise elle-même. Le terme social devient d'ailleurs inapproprié, c'est pourquoi ce type d'investissement tend de plus en plus à prendre l'appellation de durable. Les secteurs d'investissement choisis par ces fonds étant actuellement en pleine expansion, ils permettent aux sociétés de gestion d'offrir des fonds performants. Il est cependant difficile d'apprécier sur le long terme ce que sera la performance de ces fonds, étant donné la faible taille des historiques actuellement disponibles.

Comment peut-on envisager l'étude de la performance de l'investissement socialement responsable dans le contexte d'une population qui tend à se diversifier. Ne devrait-on pas faire une distinction entre investissement socialement responsable et investissement dans le secteur de l'environnement ? Une étude, comme celle de l'EDHEC, basée sur un historique de plusieurs années, qui n'intègre que les fonds disponibles sur toute cette période, peut-être vue comme une analyse de ce qu'a rapporté l'ISR aux investisseurs y ayant participé durant cette période. Une étude basée sur une courte période, et qui peut donc intégrer plus de fonds, comme celle d'Altedia, va peut-être donner une image plus actuelle de l'ISR, mais ne permettra pas de présager de l'avenir de la tendance actuelle à plus long terme. On pourra se demander si ces études permettent de tirer des conclusions sur les pratiques et les résultats du marché de l'ISR en France.

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

2.1. Quelles sont les conclusions de l'étude réalisée par l'EDHEC ?

L'EDHEC a réalisé une étude (Le Sourd, 2008) visant à évaluer la performance des fonds labellisés ISR distribués en France. Cette étude couvre les fonds qui sont enregistrés en France, au Luxembourg et en Belgique – ce qui donne également un bon aperçu des fonds distribués dans la zone Euro – et qui étaient toujours en activité au 31 décembre 2007. Nous avons restreint cette étude aux fonds classés dans la catégorie actions, selon la description figurant dans leur prospectus. Cette liste de fonds a été établie sur la base des informations fournies par le site web de la société Novethic, complétée par une recherche sur les sites des sociétés de gestion. Nous avons ainsi obtenu 62 fonds, accessibles aux investisseurs français, et existant au minimum sur la période allant de janvier 2002 à décembre 2007. Ces fonds ont été divisés en quatre groupes, suivant leur zone d'investissement : France (5 fonds), zone Euro (25 fonds), Europe (12 fonds) et Monde (20 fonds). Une première version de cette étude (février 2008) n'avait analysé que les fonds appartenant aux groupes France, zone Euro et Europe. Cette étude a fait l'objet d'une deuxième version (septembre 2008) intégrant les fonds de la catégorie Monde. Ces fonds avaient été initialement laissés de côté compte tenu de la plus grande hétérogénéité de ce groupe qui se prêtait moins aisément à l'utilisation d'un modèle unique pour analyser l'ensemble des fonds.

A partir de ces fonds nous avons également calculé un indice ISR équipondéré pour chaque zone d'investissement. Ces indices incluent également les fonds qui n'ont pas survécu jusqu'à la fin de la période, ainsi que les fonds disponibles sur une période plus courte. Ces indices ont été constitués à partir de 7 fonds pour la France, 36 fonds pour la zone Euro, 33 fonds pour l'Europe et 48 fonds pour l'international, soit au total 124 fonds.

Les fonds pris en considération dans ces indices sont donc deux fois plus nombreux que ceux analysés individuellement, mais la moitié d'entre eux ne sont présents que sur une sous période de l'étude. Nous avons également analysé dans cette étude 11 indices ISR couvrant les différentes zones d'investissement.

Tous les calculs ont été réalisés en utilisant des données hebdomadaires, permettant de disposer d'un nombre plus conséquent de données qu'avec des données mensuelles, sans introduire trop de bruit dans les données, comme cela aurait été le cas en adoptant une fréquence journalière. Par ailleurs, certains fonds ne publient leur valeur liquidative qu'une seule fois par semaine, généralement le vendredi, ce qui nous a conduit à choisir le vendredi comme référence pour calculer les rentabilités des fonds, les rares exceptions ayant été traitées à part.

L'étude présente un certain nombre d'indicateurs sur l'ensemble des fonds et des indices (rentabilité moyenne, écart-type, skewness, kurtosis) ainsi que des indicateurs de performance (ratio de Sharpe, alpha de Jensen, alpha de Fama-French). A titre de comparaison, les indicateurs statistiques ont été également calculés pour des indices conventionnels représentatifs des mêmes zones d'investissement, mais les alphas de Jensen et de Fama-French n'ont pu être évalués pour ces indices, puisqu'ils constituaient le facteur de marché utilisé dans ces modèles.

Le tableau 1 ci-dessous présente les indicateurs statistiques obtenus pour les indices ISR et les indices conventionnels, ainsi que pour les indices représentant la moyenne des fonds ISR pour chaque zone d'investissement.

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

Tableau 1: Comparaison entre les indicateurs statistiques obtenus pour les indices ISR et ceux obtenus pour les indices conventionnels sur la période 2002-2007 pour chaque zone d'investissement.

ZONE D'INVESTISSEMENT	Janvier 2002 - Décembre 2007						Corrélations avec	
		Indices	Rentabilité moyenne	Ecart- type	Skewness	Excès de Kurtosis	Ratio de Sharpe	Marché
	Indices conventionnels							
FRANCE	SBF 250	8,89%	16,47%	-0,33	1,02	0,36	1,00	0,95
ZONE EURO	DJ EURO STOXX	8,17%	16,80%	-0,36	0,93	0,31	1,00	0,99
EUROPE	DJ STOXX	6,93%	15,15%	-0,33	1,22	0,27	1,00	0,99
MONDE	MSCI WORLD	1,93%	14,89%	-0,18	1,75	-0,06	1,00	0,98
	Indices ISR							
FRANCE	DJSI FRANCE COMPOSITE	8,88%	18,87%	-0,11	1,85	0,32	0,95	1,00
ZONE EURO	ASPI EUROZONE	7,48%	17,95%	-0,24	1,19	0,26	1,00	0,99
	DJ EURO STOXX SUSTAINABILITY	6,60%	19,30%	-0,23	1,27	0,19	0,99	1,00
	E. CAPITAL ETHICAL EURO	6,15%	16,14%	-0,24	1,08	0,20	0,97	0,96
	DJ EURO STOXX SUSTAIN 40	8,59%	19,15%	-0,14	1,23	0,30	0,98	0,99
EUROPE	DJSI EUROPE COMPOSITE	5,93%	15,70%	-0,22	1,63	0,19	0,99	1,00
	FTSE4GOOD EUROPE	5,68%	15,84%	-0,32	1,41	0,18	1,00	1,00
	FTSE4GOOD EUROPE 50	3,70%	16,38%	-0,27	1,74	0,05	0,98	0,99
	DJ STOXX SUSTAINABILITY	5,82%	15,92%	-0,25	1,58	0,18	0,99	1,00
	DJ STOXX SUSTAIN 40	6,03%	17,30%	-0,23	1,72	0,18	0,98	0,99
MONDE	DJSI WORLD	2,81%	15,12%	-0,16	2,01	-0,01	0,98	1,00
	Indices moyenne fonds ISR							
	FRANCE	5,82%	17,20%	0,12	5,34	0,17	0,86	0,81
	ZONE EURO	6,00%	16,24%	-0,08	3,57	0,19	0,92	0,91
	EUROPE	4,71%	14,44%	-0,12	2,48	0,13	0,94	0,93
	WORLD	3,75%	13,23%	-0,14	1,36	0,07	0,93	0,92

Il apparaît sur ce tableau que pour toutes les zones d'investissement, à l'exception de l'investissement international, les indices conventionnels ont obtenus des rentabilités plus élevées que les indices ISR correspondant, et ce avec un risque moindre, ce qui conduit à un ratio de Sharpe plus élevé pour les indices conventionnels. Notre étude détaillée des fonds ISR nous a également fourni un résultat similaire pour la plupart d'entre eux, puisque seuls 4 fonds ISR sur les 42 des zones France, Euro et

Europe, ont obtenu un ratio de Sharpe plus élevé que celui de l'indice conventionnel correspondant à la même zone d'investissement. En ce qui concerne la zone internationale, les indices de marché, ISR et conventionnel, obtiennent des ratios de Sharpe proches de zéro, mais négatifs, tandis que la moitié des fonds ISR obtiennent un ratio de Sharpe positif. Ce groupe se révèle plus hétérogène que les trois autres. Il inclut en particulier quelques fonds spécialisés dans un seul secteur d'investissement, comme les

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

énergies renouvelables, et qui se révèlent avoir une performance assez différente de celle de la moyenne du groupe.

Nous avons aussi pu observer que la skewness était négative pour tous les indices, quelle que soit leur zone d'investissement, alors que certains fonds ISR présentaient une skewness positive. Par ailleurs, l'excès de kurtosis est très élevé pour la plupart des fonds, tandis que sa valeur est beaucoup plus modérée pour les indices. Le groupe international a cependant un comportement atypique, puisque c'est dans ce groupe que l'excès de kurtosis est en moyenne le plus faible pour les fonds ISR, alors que les indices de marché pour cette zone d'investissement ont le plus fort excès de kurtosis. Une kurtosis élevée signifie que les distributions de rentabilités ont des queues épaisses, c'est-à-dire que les fonds peuvent obtenir des rentabilités assez éloignées de leur moyenne. Comme la skewness de la plupart de ces fonds est négative, cela signifie que ces rentabilités exceptionnelles sont plus souvent négatives que positives.

Afin de préciser l'analyse des risques extrêmes, nous pouvons également estimer la VaR de Cornish-Fisher. La Value-at-Risk (VaR) est une mesure globale du risque permettant d'évaluer les pertes potentielles d'une position. Elle fournit, pour une probabilité donnée, la valeur maximum de la perte susceptible de se produire sur une période donnée, en cas d'évolution défavorable des marchés. Cependant, la VaR est le plus souvent estimée en faisant l'hypothèse que les rentabilités des actifs sont distribuées suivant la loi normale, ce qui ne permet pas d'intégrer correctement le risque de perte lié à des variations extrêmes des facteurs de risque, pouvant par exemple se produire lors d'une crise financière. La VaR basée sur l'extension de Cornish-Fisher

(1937) est une méthode semi-paramétrique qui permet de corriger le calcul de la VaR basé sur la loi normale par l'introduction dans le calcul des moments d'ordre trois (skewness) et quatre (kurtosis) de la distribution des rentabilités³.

Nous avons effectué ce calcul sur la période 2002-2007 pour chacun des indices conventionnels et ISR, ainsi que pour chaque indice représentant la moyenne des fonds par zone d'investissement. Nous avons utilisé un seuil de confiance de 95% et une période d'une semaine, c'est-à-dire qu'il n'y a que cinq chances sur cent pour que les indices subissent une perte supérieure à la VaR estimée sur une période d'une semaine. Le tableau 2 présente les résultats obtenus. Les valeurs représentent le pourcentage de la valeur du portefeuille qui peut-être perdue en une semaine. Il est à noter que ces valeurs se situent dans une fourchette étroite, puisqu'elles varient entre 2,97% et 4,24%. On observe que pour chaque zone d'investissement, la VaR des indices ISR est légèrement supérieure à celle des indices conventionnels. Les indices représentant la moyenne des fonds ISR ont quant à eux une VaR légèrement inférieure à celle des indices conventionnels. Cette moindre valeur s'explique par l'effet de diversification, obtenu par le calcul de la moyenne équipondérée de tous les fonds, et qui réduit le risque. Il est à noter que l'estimation de la VaR des fonds ISR individuels produit des valeurs plus dispersées et comparables à celles obtenues pour les indices ISR.

3 - Le développement de Cornish-Fisher s'écrit de la façon suivante :

$$\tilde{z}_\alpha = z_\alpha + \frac{1}{6}(z_\alpha^2 - 1)S + \frac{1}{24}(z_\alpha^3 - 3z_\alpha)(K - 3) - \frac{1}{36}(2z_\alpha^4 - 5z_\alpha^2)S^2$$

où z_α est la valeur critique pour la probabilité $(1 - \alpha)$, S est la skewness du portefeuille et K sa kurtosis.

L'expression de la VaR est alors donnée par : $VaR(1 - \alpha) = \mu + \tilde{z}_\alpha \sigma$, où μ est la moyenne des rentabilités du portefeuille et σ sa volatilité.

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

Tableau 2: VaR de Cornish-Fisher pour les indices conventionnels et les indices ISR sur la période 2002-2007 pour chaque zone d'investissement.

ZONE D'INVESTISSEMENT	Janvier 2002 - Décembre 2007	Cornish-Fisher VaR (95%)
	Indices	
	Indices conventionnels	
FRANCE	SBF 250	3,75%
ZONE EURO	DJ EURO STOXX	3,86%
EUROPE	DJ STOXX	3,46%
MONDE	MSCI WORLD	3,39%
	Indices ISR	
FRANCE	DJSI FRANCE COMPOSITE	4,12%
ZONE EURO	ASPI EUROZONE	4,06%
	DJ EURO STOXX SUSTAINABILITY	4,38%
	E. CAPITAL ETHICAL EURO	3,67%
	DJ EURO STOXX SUSTAIN 40	4,24%
EUROPE	DJSI EUROPE COMPOSITE	3,53%
	FTSE4GOOD EUROPE	3,64%
	FTSE4GOOD EUROPE 50	3,76%
	DJ STOXX SUSTAINABILITY	3,60%
	DJ STOXX SUSTAIN 40	3,90%
MONDE	DJSI WORLD	3,41%
	Indices moyenne fonds ISR	
	FRANCE	3,48%
	ZONE EURO	3,48%
	EUROPE	3,18%
	WORLD	2,97%

La VaR a été calculée à partir de données hebdomadaires. Les valeurs ne sont pas annualisées.

Alors que les promoteurs de l'ISR décrivent souvent cette offre comme susceptible de fournir une performance plus lisse que celle de l'investissement conventionnel, les résultats que nous avons obtenus suggèrent au contraire que l'ISR n'est pas exempt de risques extrêmes, et que les indices ISR ont une performance plus volatile que les indices conventionnels.

En ce qui concerne la corrélation qui existe entre les fonds ISR et les indices de marché, nos résultats montrent que les fonds ISR sont

légèrement plus corrélés avec les indices conventionnels qu'avec les indices ISR, aussi bien pour la moyenne des fonds, que pour les fonds pris individuellement.

L'étape suivante de cette étude a consisté à évaluer l'alpha des fonds, c'est-à-dire à isoler la part de performance qui n'est pas expliquée par le marché ou par le style d'investissement du fonds, et qui s'explique donc par le seul choix des actifs. Nous avons successivement utilisé le modèle à un facteur de Sharpe, et le modèle à trois facteurs de Fama-French. Dans les deux cas, nous avons obtenu un alpha négatif pour la plupart des indices et des fonds ISR. En ce qui concerne les indices, et dans le cas du modèle à un facteur, seul l'alpha de l'indice DJSI World est positif, mais il n'est pas significatif. Trois indices ISR sur les 11 obtiennent un alpha significatif, mais cet alpha est négatif. Pour ce qui est des fonds, on trouve des alphas positifs dans le groupe zone Euro (trois fonds sur 25), dans le groupe Europe (un fonds sur 12) et dans le groupe international (11 fonds sur 20), mais à une exception près, ces valeurs ne sont pas significatives. Seuls trois fonds obtiennent un alpha significatif : deux significativement négatifs dans le groupe Europe et un significativement positif dans le groupe international. Cet unique fonds de notre échantillon de 62 fonds, qui réussit à obtenir un alpha positif et significatif, appartient à la catégorie élargie des fonds ISR investis dans des thématiques liées à l'environnement. Ce fonds est investi dans le domaine des énergies renouvelables, un secteur qui réalise actuellement de bonnes performances. Cependant, le calcul de l'alpha des fonds à l'aide d'un modèle à trois facteurs, qui permet de corriger la valeur de l'alpha des biais de style, fait disparaître la significativité de cet alpha. Nous obtenons alors un alpha significatif pour 9 fonds sur 62, mais dans tous les cas, cet alpha est négatif. Avec le modèle à trois facteurs, aucun des indices de marché ISR ne présente un alpha significatif. Seul l'indice représentant la moyenne des

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

fonds du groupe Europe présente un alpha significatif, mais négatif. En ce qui concerne l'évaluation des bêtas, nos résultats montrent un biais *small-cap* pour la plupart des fonds ISR, tandis que les indices ISR ont un biais *large cap*. L'existence d'un biais en faveur des styles *growth* ou *value* est plus difficile à mettre en évidence. Les résultats dépendent des fonds et de la période étudiée. En effectuant des calculs sur des périodes de différentes longueurs, on arrive à identifier un biais *growth* de façon claire uniquement sur la période 2004-2007.

Le tableau 3 ci-dessous présente les résultats, obtenus avec le modèle à trois facteurs de Fama-French, pour les indices et pour la moyenne des fonds.

D'une manière générale, les résultats obtenus montrent que, quel que soit le modèle d'évaluation utilisé, une grande majorité des fonds ISR présentent un alpha négatif, mais que, dans la plupart des cas, cet alpha n'est

pas significatif. Nous avons aussi pu observer que l'alpha des indices ISR était en moyenne plus élevé que celui des fonds ISR. Notre analyse suggère que seul un petit nombre de fonds ISR présentent un alpha positif et que, dans tous les cas, cet alpha n'est pas significatif, puisque le seul alpha à la fois significatif et positif disparaît, après que les résultats aient été corrigés des biais de style. Ces résultats ont été obtenus pour les quatre zones d'investissement considérées. Ces résultats sont en accord avec ceux d'études académiques réalisées antérieurement dans d'autres pays et qui obtenaient également une majorité d'alphas négatifs, non significatifs pour la plupart d'entre eux, les rares alphas significatifs étant la plupart du temps négatifs. Nous avons obtenu des résultats similaires en ajustant l'alpha des secteurs au lieu des styles.

L'objectif de cette étude était d'identifier si la performance résiduelle (alpha) des fonds ISR, due à la seule sélection des titres ISR,

Tableau 3 : Mesure de l'alpha et des expositions aux facteurs de style pour les indices ISR avec le modèle à trois facteurs de Fama-French sur la période 2002-2007.

ZONE D'INVESTISSEMENT	Janvier 2002 - Décembre 2007	Alpha	Bêta Marché	Bêta V-G	Bêta SC-LC	R ² ajusté
	Indices					
FRANCE	DJSI FRANCE COMPOSITE	-0,69%	0,98	0,16	-0,10	0,90
ZONE EURO	ASPI EUROZONE	0,15%	1,03	-0,03	-0,11	0,99
	DJ EURO STOXX SUSTAINABILITY	-0,95%	1,10	-0,03	-0,12	0,98
	E. CAPITAL ETHICAL EURO	-0,95%	0,92	-0,03	-0,05	0,95
	DJ EURO STOXX SUSTAIN 40	-1,03%	1,12	0,11	0,00	0,96
EUROPE	DJSI EUROPE COMPOSITE	0,19%	1,00	-0,01	-0,14	0,99
	FTSE4GOOD EUROPE	-0,70%	1,02	0,02	-0,09	0,99
	FTSE4GOOD EUROPE 50	-1,04%	1,00	0,02	-0,28	0,99
	DJ STOXX SUSTAINABILITY	-0,23%	1,01	0,03	-0,13	0,99
WORLD	DJ STOXX SUSTAIN 40	0,06%	1,09	-0,04	-0,14	0,96
	DJSI WORLD	1,36%	0,99	-0,01	-0,11	0,96
	Indices moyenne fonds ISR					
	FRANCE	-6,14%	1,03	0,10	0,34	0,78
	ZONE EURO	-4,21%	0,98	0,02	0,27	0,87
	EUROPE	-3,69%	0,95	-0,04	0,22	0,91
	WORLD	-0,14%	0,84	0,03	0,41	0,89

L'alpha, calculé avec des rentabilités hebdomadaires, a été annualisé. La significativité des paramètres de la régression est mesurée au moyen du t-statistique au seuil de 5%. Les valeurs d'alpha significatives figurent en gras; les bêtas qui ne sont pas significatifs statistiquement sont en italique.

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

et obtenue après correction des effets de rémunération des facteurs de risque associés au style du fonds, était positive. Cette étude montre que, pour une majorité de fonds, cet alpha n'est pas positif, et que le style ISR en lui-même ne génère pas de surperformance.

Notre étude laisse aussi apparaître que la pratique de sélection positive, qui est l'approche ISR la plus utilisée en France, et de manière plus générale en Europe continentale, conduit à des fonds dont la composition est peu différente de celle des fonds qui n'ont pas reçu le label ISR. La plupart des fonds ISR ne se réfèrent d'ailleurs pas à un benchmark ISR dans leur prospectus et rapport de gestion, mais ils choisissent en général de comparer leur performance à un indice conventionnel, même lorsqu'un indice ISR adapté est disponible. Par exemple, les fonds ISR investis en actifs de la zone Euro indiquent qu'ils se réfèrent à l'indice Dow Jones Euro Stoxx, alors que l'indice Dow Jones Euro Stoxx Sustainability, qui est sa contrepartie ISR, aurait pu sembler plus naturel. Ceci peut apparaître comme une indication supplémentaire au fait que la différence entre investissement conventionnel et ISR est faible en termes de performance.

2.2. Commentaires sur les résultats de cette étude

Cette étude n'avait pas pour vocation d'évaluer la rentabilité moyenne des fonds ISR, mais plutôt d'identifier si la pratique de la sélection des titres ISR était en elle-même capable de générer de la performance, ou bien si la performance des fonds ISR s'expliquait par des biais de style provenant d'une restriction de l'univers d'investissement. Nous avons pour cela évalué l'alpha des fonds à l'aide d'un modèle factoriel permettant d'isoler la performance du fonds due à son style (*growth, value, small caps*), et qui pourrait être obtenue par un investissement passif dans une combinaison

d'indices de style, de la performance due aux choix de sélectionner des titres présentant un caractère ISR.

Notre étude n'a pas permis d'identifier des alphas à la fois positifs et significatifs. Peu de fonds obtiennent un alpha significatif, et les rares alphas qui sont significatifs sont négatifs. La question qui se pose alors est de savoir si la sélection de l'échantillon de fonds qui a été faite pour cette étude, à savoir le choix de ne conserver que les seuls fonds disposant au minimum d'un historique de six ans de données, pouvait avoir une influence sur le résultat. Pour y répondre, nous avons comparé la performance des fonds suivant leur âge sur la période récente.

2.2.1. Existe-t-il une différence de performance entre les fonds les plus anciens et les fonds créés récemment ?

Nous avons classé les fonds de notre échantillon, disponibles au minimum sur toute l'année 2007, suivant leur âge, toutes zones d'investissement confondues. Le premier groupe contient les fonds ayant plus de six ans d'existence au 31 décembre 2007, c'est-à-dire disponibles au minimum depuis le 1^{er} janvier 2002. Ce groupe est constitué de 62 fonds. Un deuxième groupe contient les fonds ayant plus de deux années complètes d'existence, mais moins de six ans, soit les fonds créés après le 1^{er} janvier 2002, mais avant le 1^{er} janvier 2006, et constituant un total de 32 fonds. Le dernier groupe contient les fonds disponibles à partir du 1^{er} janvier 2007, soit 9 fonds. Les graphiques présentant la distribution complète des alphas des fonds calculés sur l'année 2007, selon leur âge, ainsi que la distribution des corrélations entre les rentabilités des fonds et l'indice ISR représentatif de leur zone d'investissement, également calculées sur l'année 2007, figurent en annexe (cf. graphiques 1 et 2, annexe 2). Les alphas ont été obtenus à l'aide du modèle à trois facteurs de Fama-French qui permet de corriger les résultats des biais de style.

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

Pour comparer les résultats entre les groupes de fonds définis suivant leur âge, nous avons calculés la valeur moyenne de l'alpha pour chaque groupe, ainsi que ses valeurs extrêmes. Nous avons également fait le même calcul pour les corrélations entre les fonds et un indice ISR. Le tableau 4 résume les résultats obtenus.

lesquels les résultats sont éloignés de la distribution moyenne. Quelques fonds du groupe des fonds les plus anciens obtiennent des alphas élevés en 2007. On trouve aussi des fonds faiblement corrélés avec l'indice ISR représentatif de leur zone d'investissement parmi les fonds les plus anciens. Nos résultats indiquent que les

Tableau 4 : Valeurs moyennes et extrêmes des alphas des fonds, et des corrélations des fonds avec un indice ISR, pour l'année 2007, suivant l'âge des fonds, toutes zones d'investissement confondues.

Janv. 2007- Déc. 2007	Nombre de fonds	Alpha			Corrélation		
		Moyenne	Min	Max	Moyenne	Min	Max
Age des fonds							
≥ 6 ans	62	1,24%	-8,00%	41,09%	0,90%	0,46	0,99
< 6 ans et ≥ 2 ans	32	3,84%	-8,22%	45,86%	0,89	0,60	0,99
< 2 ans et ≥ 1 an	9	7,72%	-3,73%	23,87%	0,82	0,69	0,99

Ces résultats montrent que les valeurs d'alpha pour l'année 2007 sont en moyenne plus élevées pour les fonds les plus jeunes, que pour les fonds les plus anciens. Cependant les valeurs les plus extrêmes, aussi bien de minimum que de maximum, sont obtenues par les fonds les plus âgés et par les fonds du groupe intermédiaire. Le fait de ne considérer que les fonds ayant plus de six années d'existence, n'exclut donc pas les fonds susceptibles de générer les valeurs d'alpha les plus élevées.

En ce qui concerne les corrélations, les fonds les plus jeunes sont en moyenne moins corrélés avec les indices ISR, ce qui laisse supposer que parmi les fonds créés récemment, il y a plus de fonds qui tendent à s'éloigner du concept initial de l'ISR. Cependant les valeurs les plus extrêmes sont là aussi observées pour les fonds les plus anciens et les fonds du groupe intermédiaire, ce qui laisse là aussi supposer que ces groupes contiennent également des fonds éloignés du concept classique de l'ISR.

Il ressort de cette comparaison qu'il existe dans chaque groupe d'âge des fonds pour

fonds les plus âgés constituent un groupe plus diversifié que les fonds les plus jeunes, avec des valeurs plus extrêmes. Même si le nombre de fonds jeunes est assez faible, on peut constater que ce groupe est constitué pour partie de fonds obtenant des résultats dans la moyenne et de fonds ayant un comportement plus atypique. Nous avons pu identifier que le groupe de fonds les plus jeunes était constitué pour l'essentiel de fonds thématiques, issus de la définition élargie de l'ISR, tandis que ces fonds n'étaient présents que de façon plus marginale parmi les fonds plus anciens.

Ce n'est donc pas tant l'âge du fonds qui est susceptible de créer une différence de performance entre les fonds, mais l'appartenance à une catégorie spécifique de l'ISR.

2.2.2. Les différences de performance entre les fonds sont-elles liées à leur zone d'investissement ? Monde versus France - zone Euro - Europe

Afin d'affiner les résultats présentés au paragraphe précédent, nous avons divisé notre échantillon en deux groupes, suivant la zone d'investissement, à savoir un

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

premier groupe constitué des fonds investis en actifs des zones France, Euro et Europe et un deuxième groupe constitué des fonds investis en actifs de la zone internationale, ceci parce que nous avons identifié une plus grande hétérogénéité dans la composition des fonds appartenant à ce deuxième groupe. Les résultats détaillés des distributions des alphas des fonds, et des corrélations entre fonds et indices ISR, figurent en annexe (cf. annexe 2, graphiques 3 et 4 pour les zones France, Euro et Europe, et graphiques 5 et 6 pour la zone Monde). Le tableau 5 ci-dessous résume les résultats fournis par les distributions, pour chacune des deux grandes zones d'investissement.

Euro - Europe qui fournit les valeurs minimum d'alpha pour toutes les périodes, tandis que le groupe Monde fournit les valeurs maximum, qui sont des valeurs extrêmement élevées et peu comparables avec celles obtenues pour la catégorie France - zone Euro - Europe. Nous observons aussi que les fonds de la catégorie Monde sont en moyenne un peu plus faiblement corrélés avec un indice ISR que les fonds de la catégorie France - zone Euro - Europe. Cependant, pour les fonds les plus anciens et les fonds les plus jeunes, la valeur minimum est fournie par la catégorie France - zone Euro - Europe, catégorie qui fournit aussi la valeur maximum pour tous les groupes d'âge.

Tableau 5 : Valeurs moyennes et extrêmes des alphas des fonds, et des corrélations des fonds avec un indice ISR, pour l'année 2007, suivant l'âge des fonds - Comparaison France - Zone Euro - Europe et Monde.

Janv. 2007- Déc 2007	Nombre de fonds	Alpha			Corrélation		
		Moyenne	Min	Max	Moyenne	Min	Max
France - Zone Euro - Europe							
≥ 6 ans	42	-0,15%	-8,00%	5,82%	0,90	0,46	0,99
< 6 ans et ≥ 2 ans	22	-0,11%	-8,22%	9,93%	0,92	0,73	0,99
< 2 ans et ≥ 1 an	3	1,42%	-3,73%	4,83%	0,80	0,69	0,99
Monde							
≥ 6 ans	20	4,15%	-7,37%	41,09%	0,88	0,65	0,99
< 6 ans et ≥ 2 ans	10	12,52%	-0,47%	45,86%	0,84	0,60	0,93
< 2 ans et ≥ 1 an	6	10,87%	0,02%	23,87%	0,83	0,72	0,89

Comme attendu, les fonds de la zone France, Euro et Europe sont ceux qui montrent le moins de disparité dans la distribution des valeurs d'alpha, quelle que soit la date de création du fonds, tandis que les fonds de la zone Monde montre plus de disparité, d'une part entre les fonds, de manière générale, puisque l'écart entre la valeur minimum et la valeur maximum d'alpha est bien plus important que pour le groupe France - zone Euro - Europe, mais également en fonction de l'âge des fonds. En comparant les tableaux 4 et 5, on voit que c'est le groupe France - zone

Nous observons donc que la catégorie Monde se distingue largement de la catégorie France - zone Euro - Europe. Il y a donc plus de différence entre les fonds suivant leur zone d'investissement, que suivant leur âge. Comme expliqué précédemment, la classe des fonds ISR s'est ouverte récemment à des fonds très différents de la définition de l'investissement socialement responsable telle qu'on l'entendait initialement. Aux vues de nos résultats, il semble avant tout que les différences de résultats entre les fonds portent principalement sur leur composition,

2. La population étudiée par l'EDHEC permet-elle de tirer des conclusions sur l'ISR en France ?

à savoir fonds thématiques à tendance environnementale ou bien fonds ISR, mais ne sont pas liées directement à l'âge du fonds. Les fonds thématiques sont en moyenne plus jeunes que les fonds ISR diversifiés, mais il s'agit pour l'instant d'un nouveau courant qui vient compléter la tendance plus ancienne, sans la remplacer. Il nous semble de plus que ces nouveaux fonds, dits thématiques et qui se concentrent sur un seul secteur, devraient faire l'objet d'une analyse séparée de celle de la classe des fonds diversifiés. Les performances élevées affichées par ces fonds sur la période récente s'expliquent avant tout par le choix de leur secteur d'investissement (l'énergie), qui leur a été favorable durant cette période, et non par une sélection de titres ISR. On pourrait cependant s'interroger sur l'exposition au risque des ces fonds, concentrés sur une seule thématique.

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

3.1. Résumé de l'étude Altedia

Altedia a réalisé une étude de la performance des fonds d'investissement socialement responsable en utilisant un échantillon de 139 fonds (dont la liste n'est pas explicitement fournie dans l'étude), et en se restreignant à une période d'un an. Ces fonds sont issus de sociétés de gestion basées en Europe, aux Etats-Unis, au Canada, en Australie et en Asie, et ont été regroupés en deux grandes catégories selon le type d'approche ISR pratiquée : la catégorie « *best in class* » (84 fonds) et la catégorie « thématique » (50 fonds). La période d'étude choisie couvre les douze derniers mois à la date de l'étude, à savoir avril 2007 à mars 2008.

De manière générale, l'étude conclut que, contrairement à l'investissement traditionnel, les fonds ISR ont réalisé sur cette période une performance supérieure à leur benchmark. Ce benchmark est propre à chaque fonds, mais non défini dans l'étude. Ce sont en particulier les fonds les plus importants en terme de montant d'actifs gérés qui se sont révélés les plus performants. Pour l'ensemble des fonds, l'excès de performance moyen par rapport au benchmark a été de 0,3%, tandis que pour les fonds dont le montant de l'actif géré est supérieur à 500 Millions d'Euros, il a été de 4,8%. Cependant, les résultats publiés dans cette étude précisent également que la performance absolue des fonds a été négative sur cette période : -15,8% pour l'ensemble des fonds ISR et -12,7% pour les fonds dont le montant de l'actif géré est supérieur à 500 Millions d'Euros.

De façon plus détaillée, l'étude s'est intéressée séparément aux fonds classés « *best in class* », c'est-à-dire aux fonds diversifiés qui sélectionnent dans chaque secteur d'activité les titres des sociétés respectant le mieux les critères ISR, et aux fonds thématiques, qui investissent

dans des secteurs spécialisés, comme par exemple l'environnement. Les résultats de l'étude indiquent que les fonds « *best in class* » dans leur ensemble n'ont pas réussi à battre leur benchmark, puisque leur performance relative est négative (-1,3%) sur la période d'étude. Il en est de même pour les seuls fonds investis dans la zone Euro (-1%). Seuls les fonds investis dans la zone Euro, et dont le montant de l'actif géré est supérieur à 100 Millions d'Euros, obtiennent en moyenne une performance relative à leur benchmark de 0,4%. Les fonds thématiques obtiennent de meilleurs résultats, avec une performance relative de 3,3% pour l'ensemble des fonds, quelle que soit la zone d'investissement. Toutes thématiques confondues, mais en ne considérant que les seuls fonds investis en actifs internationaux, la performance relative moyenne des fonds est de 1,1%. Enfin, en isolant dans ce groupe, les fonds liés à l'environnement, la performance relative s'élève alors à 8,3%.

Cette étude montre donc que les fonds ISR qui réalisent la meilleure performance sont les fonds dont la thématique d'investissement est l'environnement, et qui sont investis en actifs internationaux. L'étude ne précise pas la répartition des fonds étudiés par zone géographique et par secteur d'investissement à l'intérieur de la catégorie thématique.

3.2. Commentaires sur les résultats et la méthode de l'étude Altedia

3.2.1. Choix de la taille de l'échantillon et de la longueur de l'historique

Si le concept de l'investissement socialement responsable est assez ancien, il a longtemps existé à l'état de niche, et ce n'est que récemment qu'il a commencé à être proposé à un large public. De ce fait, la plupart des fonds ISR sont de création

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

récente. Le nombre de fonds ISRa commencé à être significatif en France au début des années 2000, et a connu depuis une progression importante. Il faut aussi noter que certains fonds disparaissent, d'autres fusionnent et perdent leur caractère ISR. Par conséquent, lorsqu'on souhaite réaliser une étude de la performance des fonds ISR, on se trouve confronté à la difficulté de concilier un nombre de fonds suffisant, et une longueur de l'historique de données suffisante. Nous avons recensé les fonds ISR disponibles au 31 décembre 2007, en fonction de leur âge (cf. tableau 6), en ne considérant que les seuls fonds investis en actions, et accessibles aux investisseurs français.

Tableau 6: Evolution du nombre de fonds ISR investis en actions depuis 1996

Période	Nombre de fonds ISR
Janvier 96 - Décembre 07	3
Janvier 97 - Décembre 07	6
Janvier 98 - Décembre 07	9
Janvier 99 - Décembre 07	16
Janvier 00 - Décembre 07	27
Janvier 01 - Décembre 07	48
Janvier 02 - Décembre 07	62
Janvier 03 - Décembre 07	73
Janvier 04 - Décembre 07	78
Janvier 05 - Décembre 07	84
Janvier 06 - Décembre 07	93
Janvier 07 - Décembre 07	103

Cette liste ne prend en compte que les fonds ayant au moins un an d'existence au 31 décembre 2007. Elle exclut donc tous les fonds ayant été créés dans le courant des années 2007 et 2008. Par exemple, une étude réalisée sur un an de données pourra porter sur 103 fonds, tandis que si l'on souhaite l'étendre à six ans, on ne disposera plus que de 62 fonds dans l'échantillon. Enfin, une étude étendue à dix ans ne laisserait plus que 9 fonds dans l'échantillon. On voit donc l'importance du choix de la taille de la période d'étude. Si l'on souhaite disposer d'un historique long, alors le nombre de

fonds est insuffisant et ne permet pas de donner une bonne représentation de l'ensemble des fonds ISR. Au contraire, si l'on privilégie uniquement le critère du nombre de fonds dans l'étude, et que l'on se restreint à une année de données, de manière à disposer du plus grand nombre de fonds possible, alors le nombre de données disponibles pour chaque fonds devient trop faible pour que le résultat obtenu puisse être considéré comme significatif, et donc représentatif de la performance des fonds ISR à long terme.

Il faut donc trouver un compromis entre la taille de l'échantillon de fonds et la longueur de l'historique qui pourra être utilisé. Altedia a fait le choix d'une période d'étude très courte (un an) pour disposer d'un grand nombre de fonds (139), tandis que l'étude de l'EDHEC, dans le souci de disposer d'un historique de données suffisamment long (six ans), afin d'obtenir des résultats plus significatifs, s'est limitée à 62 fonds. Ce nombre de 62 constitue déjà un chiffre appréciable, compte tenu du fait que cette étude ne porte que sur les fonds commercialisés en France, et donc accessibles aux investisseurs français, tandis que l'étude Altedia couvre des fonds commercialisés par un groupe plus large de sociétés de gestion, puisque celles-ci ne sont pas basées uniquement en France, mais également en Europe, aux Etats-Unis, au Canada, en Australie et en Asie.

Afin d'évaluer l'influence de la taille de la période d'étude sur les résultats, nous avons estimé les valeurs d'alpha sur des périodes glissantes, n'incluant qu'une année d'historique, mais également sur des périodes de tailles décroissantes, variant entre six ans et un an.

3.2.2. Les résultats obtenus avec une année d'historique sont-ils significatifs ?
Il nous a semblé intéressant d'évaluer

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

l'alpha des fonds sur des périodes glissantes d'une année sur la période 2002-2007, ceci afin d'observer comment variait l'alpha d'une année sur l'autre. Ce calcul a été réalisé en utilisant les indices représentant la moyenne des fonds pour chaque période, et incluant tous les fonds disponibles sur toute leur période d'existence, ceci permettant de réduire le biais de sélection. Comme précédemment, les alphas ont été évalués à l'aide du modèle à trois facteurs de Fama-French. Nos résultats, qui figurent dans le tableau 7, montrent que pour les six années étudiées, et pour les quatre zones d'investissement, soit 24 calculs, seule une valeur d'alpha est significative, mais négative. Il s'agit de celle de l'indice représentant les fonds de la zone Europe sur l'année 2004. Nous observons également une très forte variation des alphas d'une année sur l'autre. On retrouve une majorité d'alphas négatifs pour les groupes France, zone Euro et Europe, avec quatre alphas négatifs sur six, tandis que le groupe Monde produit autant d'alphas positifs que d'alphas négatifs. Ces résultats montrent que l'évaluation de l'alpha sur une année de données apporte peu d'information sur le comportement moyen des fonds à long terme.

3.2.3. Calcul de l'alpha sur des périodes de longueur différente

Pour illustrer le problème de l'influence de la longueur de l'historique des données sur les résultats obtenus, nous avons

également réalisé une évaluation de l'alpha des fonds, corrigé des orientations de style, sur des périodes de tailles décroissantes (six ans, trois ans et un an) et nous avons comparé les résultats obtenus entre les différentes périodes. Pour cette étude, nous avons à la fois travaillé sur les indices représentant la moyenne des fonds pour chaque zone d'investissement et sur les fonds individuels. Le calcul réalisé sur les indices permet d'obtenir des résultats pour lesquels le biais de sélection de fonds est réduit, puisque tous les fonds participent aux indices, que leur historique de données soit ou non complet, tandis que l'étude des fonds individuels permet d'observer la diversité de comportement des fonds.

Pour ce qui est de l'indice représentant la moyenne des fonds sur chaque zone d'investissement, nous avons obtenu des alphas négatifs sur la période 2002-2007 avec uniquement une valeur significative pour l'alpha de l'indice Europe. Sur la période 2005-2007, nous obtenons un alpha significatif et positif pour l'indice Monde. Sur l'année 2007, les alphas deviennent positifs pour tous les groupes sauf l'Europe, mais aucun alpha n'est significatif. Le tableau 8 reprend ces résultats.

Nous pouvons observer que les alphas des indices représentant la moyenne des fonds, évoluent en fonction de la taille de la période et que la significativité de l'alpha varie en fonction de la période. Il est à noter

Tableau 7 : Comparaison de l'alpha des indices représentant la moyenne des fonds, obtenu avec une année de données, de 2002 à 2007.

Zone d'investissement	FRANCE			ZONE EURO			EUROPE			MONDE		
	Période	alpha	t-stat	R ² ajusté	alpha	t-stat	R ² ajusté	alpha	t-stat	R ² ajusté	alpha	t-stat
2002	-2,50%	-0,18	0,78	0,48%	0,05	0,88	5,52%	0,83	0,92	-8,32%	-1,22	0,87
2003	-15,61%	-1,40	0,72	-9,07%	-1,00	0,80	-7,08%	-1,03	0,85	-5,64%	-1,42	0,94
2004	-9,44%	-1,60	0,75	-4,84%	-1,37	0,91	-3,77%	-1,97	0,97	-0,06%	-0,02	0,91
2005	-1,60%	-0,36	0,83	0,34%	0,12	0,92	0,01%	0,01	0,97	0,42%	0,14	0,90
2006	1,75%	0,34	0,81	-4,40%	-1,44	0,94	-3,29%	-1,82	0,98	5,60%	1,27	0,84
2007	1,86%	0,40	0,90	0,84%	0,33	0,97	-1,02%	-0,50	0,98	7,57%	1,90	0,93

Les valeurs d'alpha significatives au seuil de 5% figurent en gras.

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

Tableau 8 : Comparaison de l'alpha des indices représentant la moyenne des fonds sur trois périodes de longueur différente (six ans, trois ans, un an)

	Janvier 2002 - Décembre 2007			Janvier 2005 - Décembre 2007			Janvier 2007 - Décembre 2007		
	Alpha	t-stat	R ² ajusté	Alpha	t-stat	R ² ajusté	Alpha	t-stat	R ² ajusté
FRANCE	-6,14%	-1,85	0,78	-0,41%	-0,15	0,86	1,86%	0,40	0,90
ZONE EURO	-4,21%	-1,75	0,87	-1,00%	-0,62	0,95	0,84%	0,33	0,97
EUROPE	-3,69%	-2,11	0,91	-1,18%	-1,17	0,98	-1,02%	-0,50	0,98
MONDE	-0,14%	-0,08	0,89	5,41%	2,47	0,88	7,57%	1,90	0,93

Les valeurs d'alpha significatives au seuil de 5% figurent en gras.

Tableau 9 : Valeurs moyennes et extrêmes des alphas des fonds pour les trois périodes (six ans, trois ans, un an), pour toutes les zones d'investissement confondues.

Période	Nombre de fonds	Alpha		
		Moyenne	Min	Max
2002-2007	62	-3,14%	-8,72%	8,89%
2005-2007	84	0,66%	-7,66%	25,31%
2007	103	2,61%	-8,22%	45,86%

Tableau 10 : Valeurs moyennes et extrêmes des alphas des fonds pour les trois périodes (six ans, trois ans, un an) – Comparaison France-Zone Euro-Europe et Monde.

Période	Nombre de fonds	Alpha		
		Moyenne	Min	Max
France – Zone Euro – Europe				
2002-2007	42	-4,42%	-8,72%	0,76%
2005-2007	59	-1,13%	-7,66%	10,82%
2007	87	-0,07%	-8,22%	9,93%
Monde				
2002-2007	20	-0,45%	-7,07%	8,89%
2005-2007	25	4,89%	-3,47%	25,31%
2007	36	7,60%	-7,37%	45,86%

que les indices moyens sont constitués des mêmes fonds, quelle que soit la période, puisque ces indices ne sont pas restreints aux fonds pour lesquels les données sont disponibles sur toute la période. Les résultats montrent que les valeurs d'alpha sont plus élevées sur la période récente pour toutes les zones d'investissement, mais que la significativité de l'alpha diminue sur les périodes plus courtes, sauf pour le groupe Monde.

L'étude de fonds individuels intègre un nombre croissant de fonds, au fur et à mesure que la période diminue. Les distributions complètes des valeurs d'alpha obtenues pour l'ensemble des fonds,

considérés d'abord sans distinction de zone d'investissement, puis en séparant les fonds en deux groupes, avec d'une part les fonds investis en France, zone Euro et Europe et, d'autre part, les fonds investis à l'international, figurent en annexe (cf. annexe 2, graphiques 7 à 12). Comme nous l'avons déjà expliqué dans la partie précédente, ce n'est pas tant la zone d'investissement qui nous a conduit à effectuer cette séparation, que l'existence d'une différence de nature entre les fonds ISR de ces deux groupes.

Le tableau 9 donne, pour chaque période, la valeur moyenne de l'alpha, ainsi que ses valeurs extrêmes pour toutes les zones

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

d'investissement. Le tableau 10 fournit les mêmes indications, mais en regardant séparément le groupe France - zone Euro - Europe et le groupe Monde.

En considérant tous les fonds sans distinction de zone, on observe que la moyenne des alphas est plus élevée sur la période récente, où la moyenne des alphas devient positive. La séparation des résultats en deux groupes montre par contre que, si la valeur moyenne des alphas augmente bien pour les deux groupes sur la période récente, la moyenne des alphas reste négative pour le groupe France - zone Euro - Europe, tandis qu'elle devient positive pour le groupe Monde, montrant encore une fois la différence de comportement qui existe entre ces deux groupes. Pour ce qui est des valeurs extrêmes, celles-ci sont comparables pour les deux groupes pour les valeurs minimums, mais le groupe Monde fournit des valeurs de maximum considérablement plus élevées, en particulier sur la période récente. Cette étude individuelle des fonds montre que la dispersion des alphas est particulièrement importante pour les fonds du groupe international sur l'année 2007, ce qui montre une augmentation de la disparité de ces fonds sur la période récente.

Nous avons aussi isolé les alphas significatifs des alphas non significatifs. Le tableau 11 ci-dessous indique pour chaque période le pourcentage de fonds ayant obtenu un alpha significatif, en distinguant les valeurs significativement positives des valeurs significativement négatives.

Comme on peut le constater, les alphas significatifs sont minoritaires par rapport à l'ensemble des alphas. Dans pratiquement tous les cas, on observe plus d'alphas significatifs négatifs que positifs. Sur la période 2002-2007, tous les alphas significatifs sont négatifs. Le groupe Monde se distingue encore en présentant plus d'alphas significatifs positifs que négatifs sur les deux périodes les plus récentes.

Nous avons également observé que, pour les fonds qui existent depuis au moins l'année 2002, et pour lesquels on peut comparer les résultats obtenus sur les trois périodes, aucun des fonds dont l'alpha est significatif sur la plus longue période (2002-2007) ne présente encore un alpha significatif sur les deux autres périodes. Rappelons que tous ces alphas étaient négatifs. Par ailleurs, un seul de ces fonds présente encore un alpha significatif uniquement sur l'une des deux autres périodes (2005-2007) et il s'agit encore d'un alpha négatif. Ces résultats montrent en particulier que les alphas de ces fonds ne sont pas stables au cours du temps.

Nous avons pu observer au cours de toutes ces analyses qu'il existait une différence de nature entre les fonds ISR des deux groupes France-zone Euro-Europe et Monde. Nous avons en effet constaté qu'un grand nombre de fonds classés dans le groupe international appartiennent à une nouvelle catégorie de fonds ISR très récente qui ne consiste plus à réaliser une approche tendant à sélectionner les sociétés offrant le meilleur comportement en matière sociale et environnementale, mais à constituer des

Tableau 11 : Pourcentage d'alpha significatif pour les trois périodes (six ans, trois ans, un an) et pour les différentes zones d'investissement.

Période	Alphas significatifs (%)					
	Toutes zones		France - zone Euro - Europe		Monde	
	+	-	+	-	+	-
2002-2007	0,00%	16,13%	0,00%	21,43%	0,00%	5,00%
2005-2007	9,52%	9,52%	1,69%	11,86%	28,00%	4,00%
2007	4,85%	3,88%	0,00%	4,60%	13,89%	0,00%

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

fonds spécialisés dans un secteur en rapport avec la préservation de l'environnement et des ressources naturelles. Dans ce dernier cas, toute société appartenant au secteur peut être choisie et il n'existe pas systématiquement de sélection sur la base de critères extra financiers. Autour de ces nouveaux fonds, il s'est d'ailleurs créé une terminologie spécifique dans laquelle on voit le terme socialement responsable remplacé par l'appellation durable. On parle également de fonds « verts » (*green funds*) ou de fonds thématiques ISR, pour lesquels les thématiques retrouvées sont essentiellement l'eau et les énergies renouvelables.

Ces fonds thématiques, qui sont à la fois très récents et très spécialisés, ont bénéficié récemment d'une conjoncture favorable. La hausse du prix du pétrole a par exemple été particulièrement propice au développement des énergies renouvelables. Mais il n'existe pour l'instant pas suffisamment de recul pour savoir quelle sera l'évolution des ces fonds sur le long terme, les bonnes performances récentes ne présageant en rien des performances futures de ces fonds. Par ailleurs, leur très grande spécialisation les rend vulnérables. Enfin, ce nouveau courant de fonds ISR, qui est assez éloigné du concept originel de l'investissement socialement responsable, permet de faire actuellement évoluer la performance de l'ISR vers le haut, quand dans sa forme initiale ce type d'investissement n'offrait pas réellement de valeur ajoutée en matière de performance. Notons de plus que la performance des fonds thématiques est avant tout le résultat du choix du secteur d'investissement, plutôt que de la sélection de titres pouvant se prévaloir du label ISR. Il nous semble donc prudent d'effectuer une distinction claire entre le concept de fonds ISR au sens traditionnel et le concept de fonds thématiques. Nous avons d'un côté des fonds bien diversifiés, qui vont suivre d'assez près la performance moyenne du marché financier dans son ensemble, et

de l'autre, des fonds très spécialisés qui réagiront en fonction de la performance du seul secteur dans lequel ils sont investis, et qui sont donc susceptibles de connaître des variations importantes au cours du temps. Ils doivent donc avant tout être présentés comme des fonds sectoriels.

3.2.4. La méthode d'évaluation de la performance utilisée par Altedia est-elle pertinente ?

Quelques réserves peuvent être émises sur la méthode utilisée dans l'étude Altedia pour évaluer la performance des fonds ISR. L'étude ne donne aucune précision sur le choix et la définition du benchmark, ni sur la méthode employée pour calculer l'excès de performance. Interrogé sur cet aspect, Altedia a laissé entendre que l'excès de performance des fonds ISR a été évalué par simple différence entre la rentabilité des fonds ISR et celle d'un indice de référence, choisi spécifiquement pour chaque fonds. Ce manque de précision sur le processus de calcul ne permet pas de tirer des conclusions sur les résultats qui nous sont présentés.

Revenons tout d'abord sur le problème du choix du benchmark et sur la différence qui existe entre un indice de référence et un benchmark calculé spécifiquement pour représenter les risques réels du fonds à évaluer, les deux termes indice et benchmark, étant encore souvent l'objet d'une confusion.

Un benchmark se définit comme un portefeuille de référence et, par conséquent, il est supposé être représentatif des risques du portefeuille géré. Chacun sait que le choix du benchmark joue un rôle essentiel dans l'évaluation de la performance d'un fonds d'investissement. Dans une étude dont les résultats ont été souvent mal interprétés, Brinson, Singer et Beebower (1991) concluaient que plus de 90% de la variation des rentabilités d'un portefeuille au cours du temps s'expliquait par son allocation

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

d'actifs initiale. De même, Ibbotson et Kaplan (2000) concluaient que 40% de la différence entre les rentabilités des fonds s'expliquait par les choix d'allocation stratégique entre les différentes classes d'actifs. La construction d'un benchmark permet de fixer des objectifs en termes d'exposition d'un fonds d'investissement au risque systématique, et par là même de définir l'allocation stratégique de ce fonds. Le benchmark doit aussi permettre d'évaluer la performance du fonds. Une pratique largement répandue dans l'industrie consiste à considérer la performance d'un fonds d'un point de vue relatif, c'est-à-dire en se référant à un benchmark. Mais même lorsqu'un fonds est géré en s'affranchissant du benchmark, il sera toujours possible de construire *ex post* un benchmark qui réplique les rentabilités et l'exposition au risque du fonds dans le but d'évaluer sa performance.

Un indice est un portefeuille qui est représentatif d'un ou plusieurs facteurs de risque. Par exemple, un indice géographique a pour objectif de représenter le risque du marché d'actions auquel il se réfère, tandis qu'un indice de style et un indice sectoriel sont représentatifs des risques d'un style d'investissement ou d'un secteur de l'industrie en particulier. On parlera de gestion indicielle pour un portefeuille, lorsque c'est un indice qui constitue son benchmark. Cependant, il est important de souligner que les termes « indices » et « benchmarks », qui sont souvent utilisés de façon inappropriée comme synonymes, ne signifient pas la même chose. Alors qu'un indice est représentatif d'un marché dans son ensemble, ou d'un segment de marché spécifique, un benchmark doit être représentatif des risques choisis par l'investisseur sur le long terme. Plutôt que d'utiliser un simple indice comme benchmark, un fonds ISR pourra être plus utilement comparé à une

combinaison d'indices, ou à tout portefeuille défini à cet effet. Ainsi, bien qu'un indice puisse être utilisé comme benchmark, le benchmark d'un portefeuille n'est pas nécessairement un indice.

En dépit des nombreuses initiatives visant à la création de benchmarks sur mesure, ou de portefeuilles qualifiés de « normaux », qui reflètent l'allocation stratégique du fonds, l'étude présentée par Altedia apporte l'illustration que le recours à un indice comme benchmark est un choix encore assez répandu. La question cruciale est donc de savoir si les indices peuvent être considérés comme de bons benchmarks. Deux aspects sont à prendre en considération pour répondre à cette question. Tout d'abord, un benchmark doit être représentatif des risques auxquels le fonds a été exposé durant la période d'analyse. Si le fonds d'investissement suit l'indice de près, en se limitant à une sélection de titres différente de celle de l'indice, l'indice pourra constituer un bon benchmark. Au contraire, si la performance du fonds est obtenue par des choix de facteurs de risque systématique différents de ceux de l'indice sous-jacent, ce qui est un cas fréquemment rencontré, les fonds ISR ne pratiquant pas pour la plupart une gestion indicielle, alors un indice ne constituera pas un bon benchmark. Le deuxième aspect à prendre en compte concerne l'efficacité du benchmark, signifiant que le benchmark doit représenter le meilleur choix d'investissement qui puisse être fait. Ceci n'est clairement pas l'objectif d'un indice dont le but est de représenter un risque. Un indice ne pourra jamais être le portefeuille de marché optimal, puisque celui-ci n'est pas observable ainsi que l'a expliqué Roll (1977). Le vrai portefeuille de marché devrait en effet contenir tous les actifs risqués en proportion de leur capitalisation boursière, y compris les actifs qui ne sont pas négociés sur les marchés,

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

comme ceux qui sont liés au capital humain (les salaires, les stock-options, etc.).

Bailey, Richards et Tierney (1990) et Bailey (1992) ont défini des règles, qui font maintenant l'objet d'un consensus, et qui donnent les caractéristiques d'un bon benchmark. Un benchmark doit être non ambiguë, ses actifs doivent pouvoir être négociés, il doit être mesurable et approprié. De plus, il doit respecter les perspectives d'investissement réelles de l'investisseur et doit être défini à l'avance. Afin de respecter ces conditions, il est nécessaire de définir un benchmark pour lequel l'exposition au risque reflète réellement les pondérations neutres ou « normales » du fonds sur une période donnée. Les grands indices de marché ne sont pas susceptibles de refléter les caractéristiques d'un portefeuille géré. Ils ne pourront pas convenir pour évaluer la performance d'un fonds dont l'exposition aux facteurs de risque systématique est différente de celle de l'indice. De plus, les grands indices de marché constituent des choix spécifiques de facteurs de risque, plutôt qu'une exposition « neutre » au risque. Par ailleurs, leur exposition au risque peut subir des modifications au cours du temps et peut ne plus correspondre aux choix de risque initiaux des fonds.

Les indices de style, qui ont été créés pour répondre au développement d'une gestion de portefeuille plus spécialisée, sont censés mieux prendre en compte les caractéristiques des portefeuilles gérés suivant un style spécifique. Cependant, le choix d'un indice de style doit aussi être considéré avec prudence, car il n'existe pas de consensus entre les différents fournisseurs pour un style donné. La composition et les méthodes de construction de ces indices varient beaucoup d'un fournisseur à l'autre. Par conséquent, les différences de rentabilités entre les indices de style concurrents sont importantes. De plus,

un indice générique peut ne pas refléter le style particulier d'un fonds, puisqu'il n'existe des indices génériques que pour quelques catégories de style prédéfinies. La construction de benchmarks sur mesure apparaît donc comme la meilleure façon de fournir un benchmark adapté au style d'un fonds.

Bien qu'il soit souvent négligé, le choix d'un benchmark est un élément qui sera déterminant dans l'analyse de la performance des fonds ISR, à la fois pour ce qui est du risque et de la rentabilité, puisque le résultat dépendra de ce choix. Un choix inapproprié peut conduire à évaluer de façon incorrecte la sur-performance d'un fonds, et à récompenser le choix de style du fonds, plutôt que l'habileté de son gérant.

De ce fait, au regard des éléments fournis par l'étude Altedia, nous n'avons pas la certitude que les fonds ont été évalués par rapport à un benchmark approprié, tel qu'il est d'usage de le définir. Mais en supposant, comme Altedia l'a laissé entendre, que c'est un simple indice qui a été utilisé dans l'étude, alors les performances des fonds qui nous sont présentées ne sont pas ajustées du risque.

Par ailleurs, l'étude Altedia identifiait une surperformance de 8,3% pour les fonds liés à l'environnement et investis en actifs internationaux sur leur période d'étude (avril 2007 – mars 2008). Nous avons pour notre part mis en évidence un résultat comparable (cf. tableau 8) avec un alpha de 7,57% sur une période d'un an également, allant de janvier 2007 à décembre 2007, pour le groupe Monde uniquement, groupe qui contenait beaucoup de fonds thématiques sur cette période. Comme nous l'avons déjà indiqué précédemment, la classe des fonds thématiques se situe un peu à part dans l'univers de l'investissement responsable.

3. Quelles valeurs peut-on accorder à l'étude Altedia ?

Les fonds investis dans le secteur des énergies renouvelables ont réalisé récemment des performances élevées. Ce sont vraisemblablement cette catégorie de fonds qui tire la performance de l'échantillon vers le haut, comme le montre d'ailleurs le détail des résultats de l'étude en plusieurs groupes fourni par Altedia. Les résultats obtenus par Altedia sont donc bien le fait d'un groupe spécifique de fonds ayant présenté un comportement atypique sur la période récente.



4. Bilan global des enseignements à tirer de l'ISR en France

Les résultats de notre étude nous ont permis de constater qu'aucun des 62 fonds de notre échantillon, qui couvrait différentes zones d'investissement, ne parvenait à générer un alpha positif et significatif, sur une période de six ans, et que les seuls alphas identifiés comme significatifs étaient négatifs. De plus, la majorité des fonds étudiés présentaient des valeurs d'alpha négatives, mais non significatives. Nous avons par ailleurs constaté qu'il existait peu de différence de performance entre les fonds les plus âgés et les fonds les plus récents, comme l'a montré l'évaluation moyenne de leur performance sur l'année 2007. Par contre, nous avons observé que la catégorie des fonds dits thématiques se démarquait des fonds traditionnels sur la période récente, en réalisant des performances nettement plus élevées. L'observation des seuls fonds thématiques sur l'année 2007 pourrait nous amener à conclure que l'ISR est performant. Mais notre étude a également montré que les valeurs d'alpha, mesurées sur une seule année, évoluent beaucoup d'une année sur l'autre. L'utilisation de périodes d'analyse de longueurs différentes a aussi montré que le résultat variait beaucoup suivant la taille de la période. Il nous semble donc que l'on ne dispose actuellement pas d'une base suffisamment solide pour pouvoir conclure que l'ISR génère une surperformance.

A l'issue de cette réflexion, nous arrivons à la conclusion que l'investissement socialement responsable ne semble pas générer de la surperformance par le seul choix de titres labellisés ISR, mais que la performance de ces fonds s'explique plutôt par les biais de style induits par cette sélection, produisant une performance liée au cycle de marché des styles de gestion.

Il nous semble dommage qu'en l'absence d'évidences empiriques permettant de conclure à cette surperformance, les sociétés de gestion et les consultants aient

développé une communication autour d'une promesse de surperformance pour l'ISR, sans y mettre les réserves nécessaires. Ce type de placement connaît toujours une progression importante, comme le montre la synthèse de la dernière étude publiée en mai par Novethic (2008). Cette enquête indique que le marché de l'ISR a progressé de 30% en 2007, en termes de montant d'actifs gérés, alors que sur la même période l'ensemble des OPCVM français n'a progressé que de 1,7%. Plus précisément la croissance a été de 36% pour les investisseurs institutionnels, contre 19% pour les particuliers. Cette catégorie de fonds jouit aussi d'une certaine popularité en France, tant auprès des investisseurs institutionnels que du grand public, comme le montre les résultats du sondage de l'IFOP de juin 2007 mentionnés par le rapport Europlace de mai 2008. Suivant cette enquête, 73% des actionnaires individuels souhaitent s'informer sur ce type de placement, et près d'un actionnaire sur deux déclare avoir déjà choisi au moins un placement pour son caractère socialement responsable. Par ailleurs, l'existence d'un label ISR serait un facteur incitatif pour 87% d'entre eux.

Notons qu'il est assez intéressant de constater qu'un très grand nombre des fonds classés ISR lancés récemment, au cours des années 2007 et 2008, font partie de la catégorie des fonds thématiques, un courant qui s'éloigne du concept originel de l'ISR pour se rapprocher de l'investissement sectoriel, permettant aux sociétés de gestion de trouver de nouvelles niches de performance, tout au moins pour une durée limitée.

B. Magnier, Altedia IC : les fonds ISR battent souvent leurs benchmarks

Par Jean Cholet / 15 mai 2008 / 04:17
Newsmanagers.com (Groupe Agefi)

Selon Benoît Magnier, coprésident d'Altedia Investment Consulting, les fonds dont l'encours dépasse 500 millions d'euros ont surperformé leur benchmark de 4,8% sur un an.

Altedia IC vient de publier une analyse des performances des fonds actions responsables et durables. Cette enquête, réalisée par la recherche d'Altedia IC à partir de 139 fonds internationaux, montre que, contrairement aux fonds actions « classiques », les fonds IRD (Investissement Responsable et Durable) ont surperformé en moyenne leurs benchmarks depuis un an, période durant laquelle les marchés actions ont baissé. Parmi ces fonds, 84 appartiennent à la catégorie des « *Best In Class* » (sans déviations sectorielles majeures) et 50 à la catégorie « thématique ».

Altedia IC constate que les fonds IRD les plus importants, c'est-à-dire ayant un encours supérieur à 500 millions, ont accentué la surperformance pour atteindre 4,8 % depuis un an.

Pour Benoît Magnier, les résultats contradictoires des différentes études qui ont été publiées récemment sur les performances des fonds ISR sont liés à la diversité des analyses.

Novethic publie plutôt des études sur la qualité des processus et les encours mais pas véritablement sur les performances des fonds. L'étude de l'EDHEC aboutit à des résultats qui sont différents. « Nous estimons que notre étude, qui porte sur 139 fonds internationaux est représentative

d'une approche plus globale en regard de celle de l'EDHEC, sur la zone euro, qui prend en compte 28 fonds distribués en France », estime Benoît Magnier.

Tirer des conclusions sur les performances des produits ISR à partir de quelques dizaines de fonds est prématuré, voire réducteur, estime Benoît Magnier : « Beaucoup d'acteurs comme nous souhaitent que l'image de l'ISR soit plus claire plus transparente et nous avons tous à gagner d'une approche commune de ce marché. Nous sommes convaincus par le biais de notre étude que les fonds ISR ont surperformé leur benchmark ».

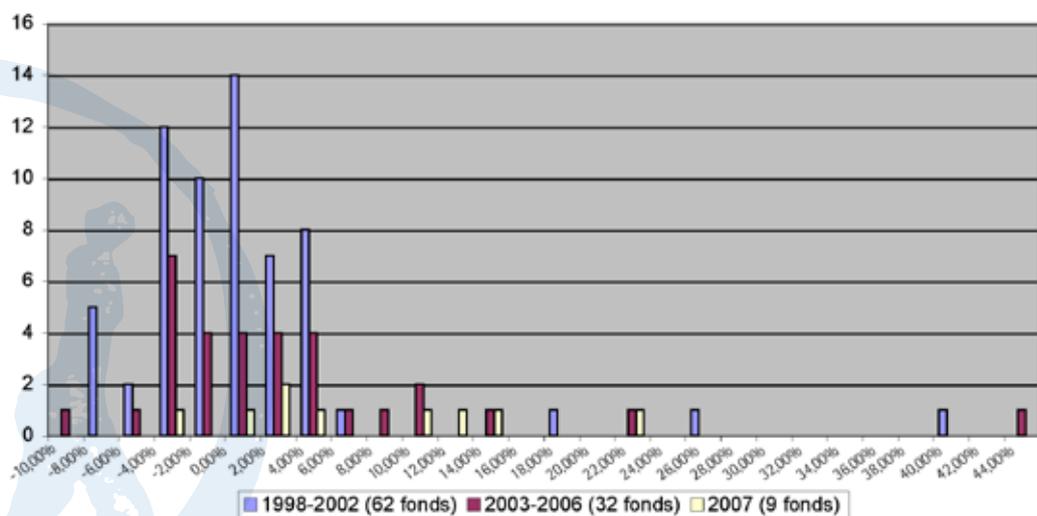
Annexe 2

Les graphiques 1 et 2 présentent la distribution complète des alphas des fonds calculés sur l'année 2007, selon l'âge des fonds, ainsi que la distribution des corrélations entre les rentabilités des fonds et l'indice ISR représentatif de leur

zone d'investissement, également calculées sur l'année 2007, pour toutes les zones d'investissement confondues. Les alphas ont été obtenus à l'aide du modèle à trois facteurs de Fama-French qui permet de corriger les résultats des biais de style.

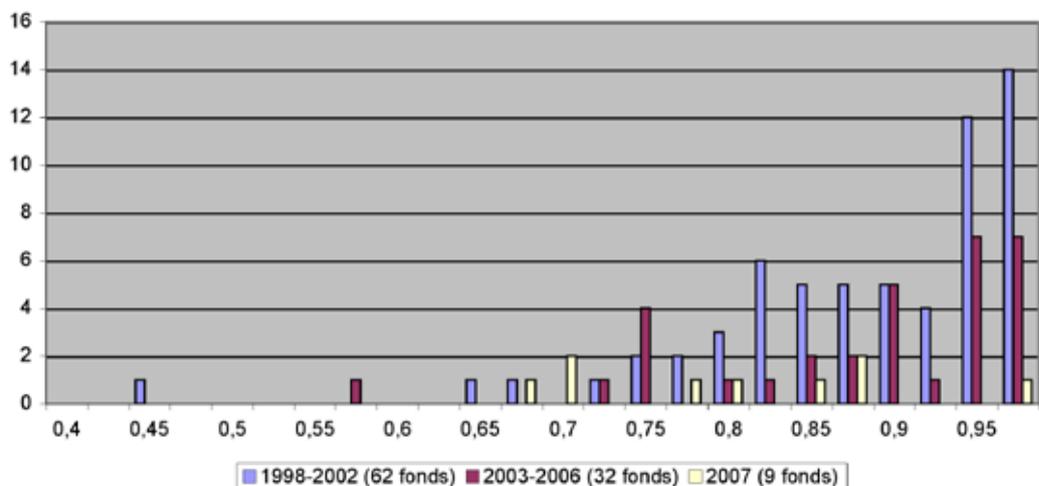
Graphique 1 : Comparaison de la distribution des alphas des fonds pour l'année 2007, toutes zones d'investissement confondues suivant la date de création des fonds.

Distribution des alphas suivant l'âge du fonds



Graphique 2 : Comparaison de la distribution des corrélations entre les rentabilités des fonds et celles de l'indice ISR de la zone correspondante pour l'année 2007 en fonction de l'âge du fonds.

Distribution des corrélations des fonds avec un indice ISR suivant l'âge du fonds



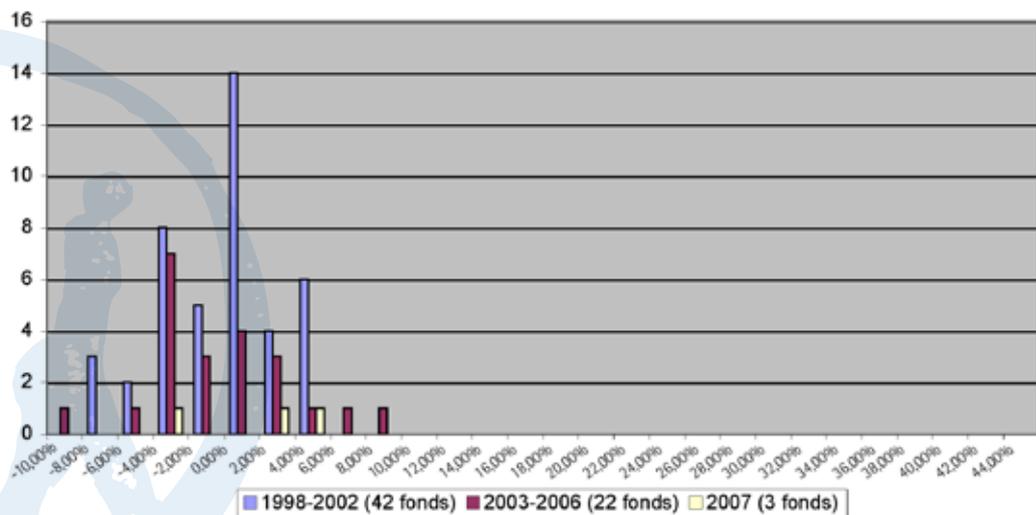
Annexe 2

Les graphiques 3 à 6 présentent la distribution complète des alphas des fonds calculés sur l'année 2007, selon l'âge des fonds, ainsi que la distribution des corrélations entre les rentabilités des fonds et l'indice ISR représentatif de leur zone d'investissement, également calculées sur l'année 2007,

séparément pour les groupes France, zone Euro et Europe d'une part, et Monde d'autre part. Les alphas ont été obtenus à l'aide du modèle à trois facteurs de Fama-French qui permet de corriger les résultats des biais de style.

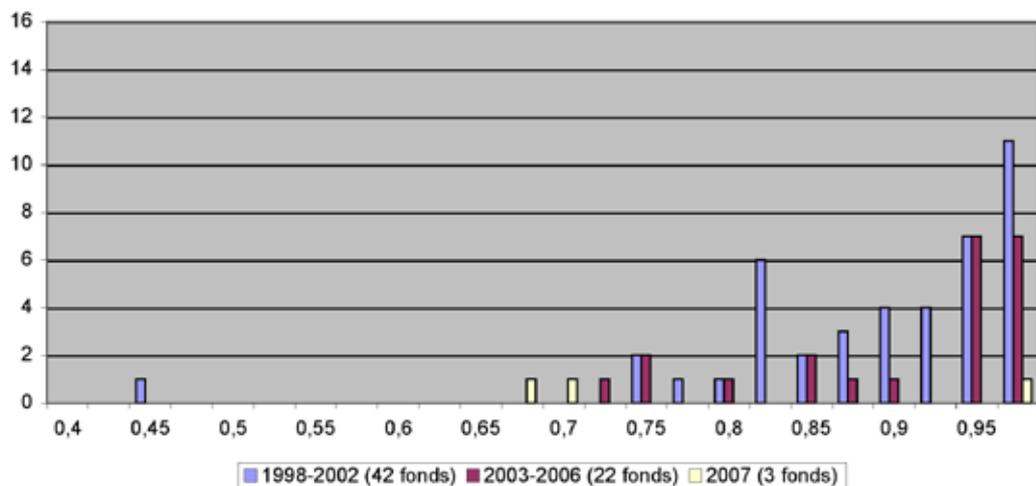
Graphique 3 : Comparaison de la distribution des alphas des fonds pour l'année 2007, pour les zones France, Euro et Europe, suivant la date de création des fonds.

Distribution des alphas suivant l'âge du fonds France Zone Euro Europe



Graphique 4 : Comparaison de la distribution des corrélations entre les rentabilités des fonds et celles de l'indice ISR de la zone correspondante pour l'année 2007 en fonction de l'âge du fonds.

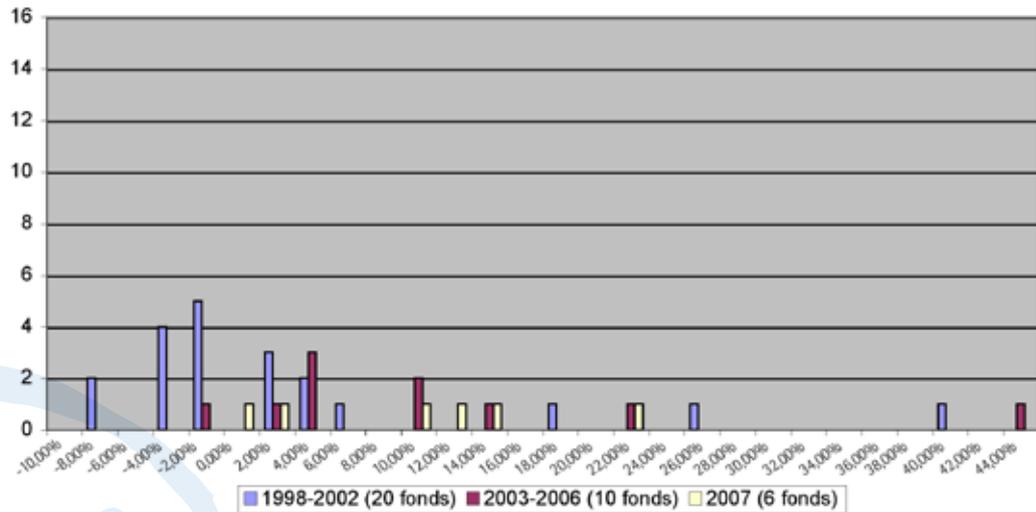
Distribution des corrélations des fonds avec un indice ISR suivant l'âge du fonds France Zone Euro Europe



Annexe 2

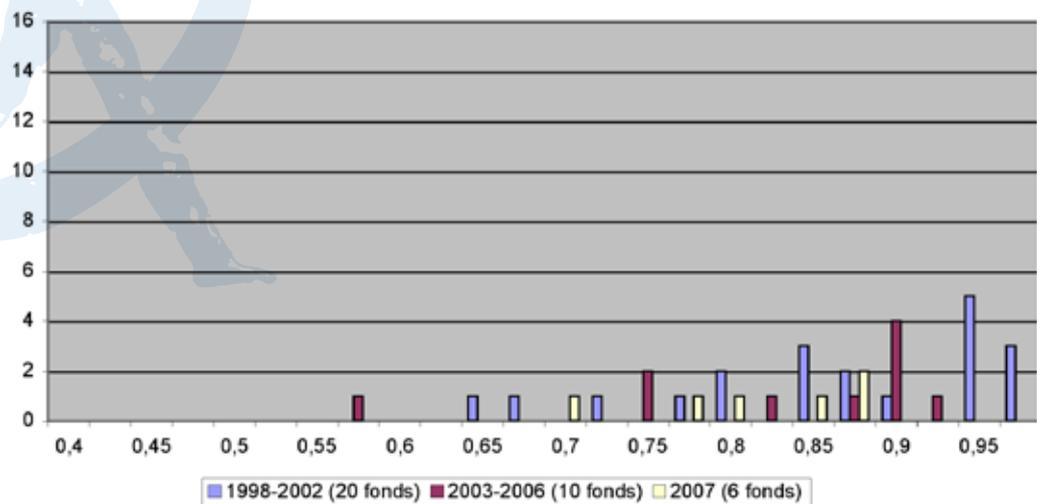
Graphique 5 : Comparaison de la distribution des alphas des fonds pour l'année 2007, pour la zone Monde, suivant la date de création des fonds.

Distribution des alphas suivant l'âge du fonds Monde



Graphique 6 : Comparaison de la distribution des corrélations entre les rentabilités des fonds et celles de l'indice ISR de la zone correspondante pour l'année 2007 en fonction de l'âge du fonds.

Distribution des corrélations des fonds avec un indice ISR suivant l'âge du fonds Monde



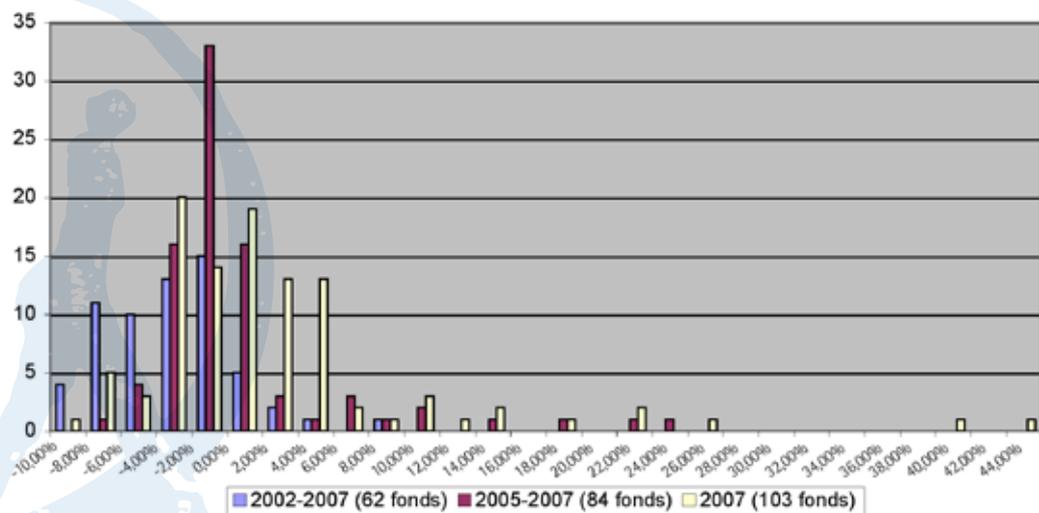
Annexe 2

Les graphiques 7 à 12 présentent la distribution complète des alphas des fonds calculés sur trois périodes de taille différente (six ans, trois ans, un an), tout d'abord sans distinction de zone d'investissement (graphiques 7 et 8), puis séparément pour les groupes France, zone Euro et Europe d'une part (graphiques 9 et 10), et Monde d'autre

part (graphiques 11 et 12). Les alphas ont été obtenus à l'aide du modèle à trois facteurs de Fama-French qui permet de corriger les résultats des biais de style. Pour tous les cas, nous avons isolé sur les graphiques (voir les graphiques présentés en bas) les alphas significatifs des alphas non significatifs.

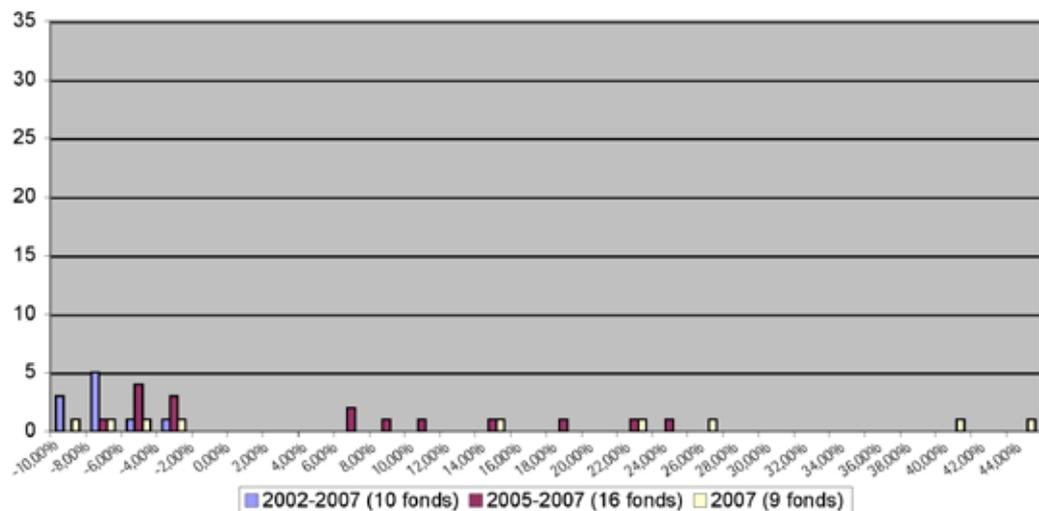
Graphique 7 : Comparaison de la distribution des alphas pour toutes les zones d'investissement sur trois périodes de longueur différente (six ans, trois ans, un an).

Distribution des alphas toutes zones



Graphique 8 : Comparaison de la distribution des alphas significatifs pour toutes les zones d'investissement sur trois périodes de longueur différente (six ans, trois ans, un an).

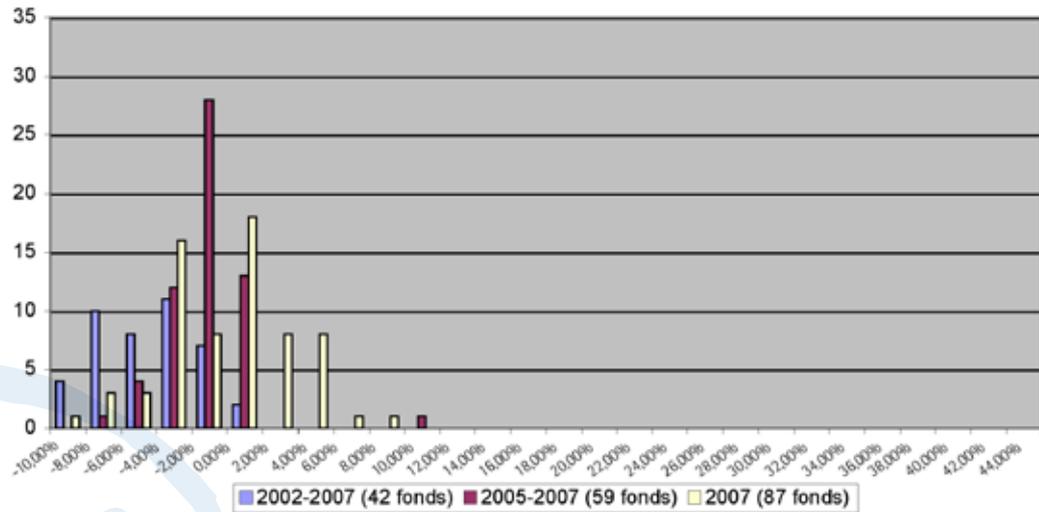
Distribution des alphas significatifs toutes zones



Annexe 2

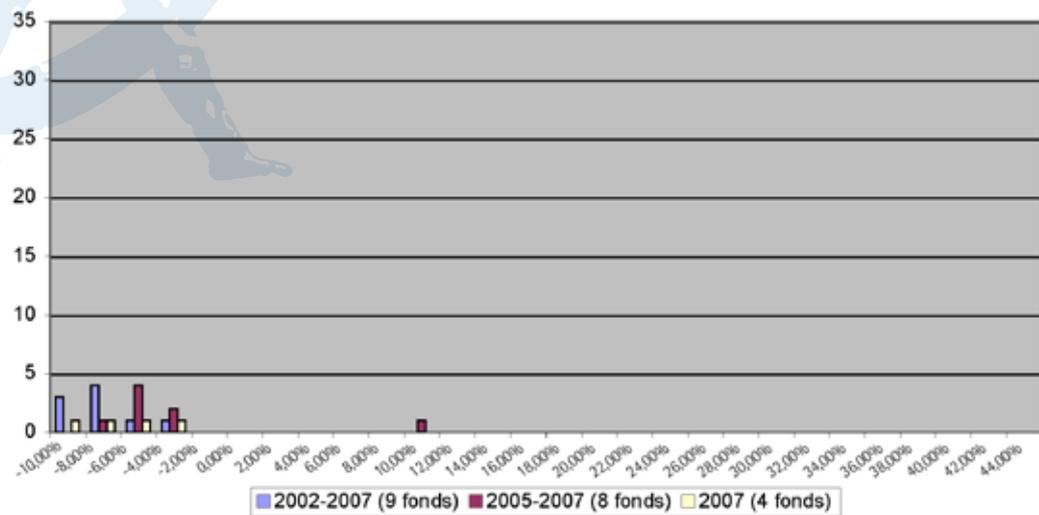
Graphique 9 : Comparaison de la distribution des alphas pour les zones France, Euro et Europe, sur trois périodes de longueur différente (six ans, trois ans, un an).

Distribution des alphas France - Zone Euro - Europe



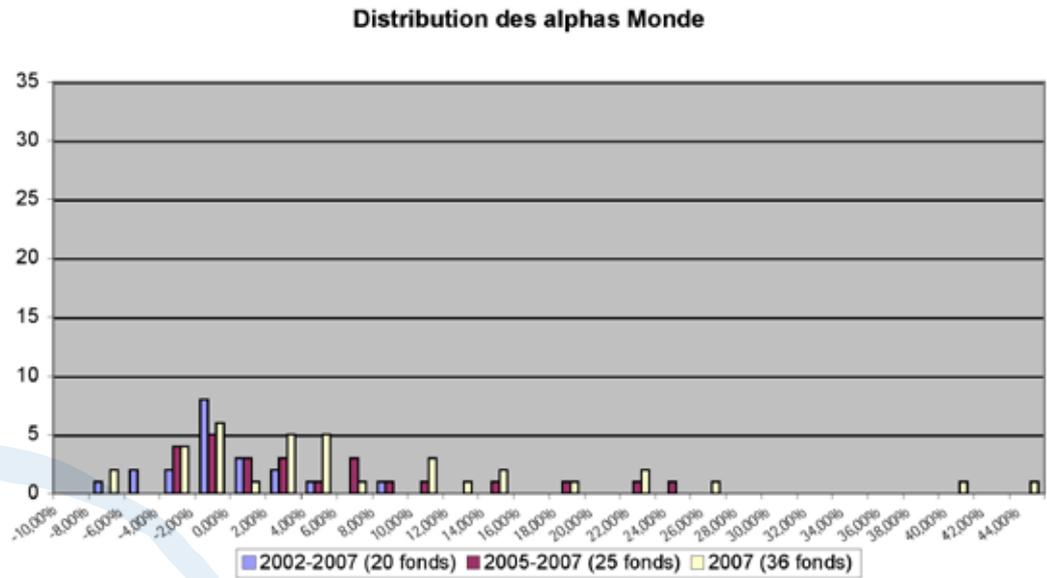
Graphique 10 : Comparaison de la distribution des alphas significatifs pour les zones France, Euro et Europe sur trois périodes de longueur différente (six ans, trois ans, un an).

Distribution des alphas significatifs France - Zone Euro - Europe

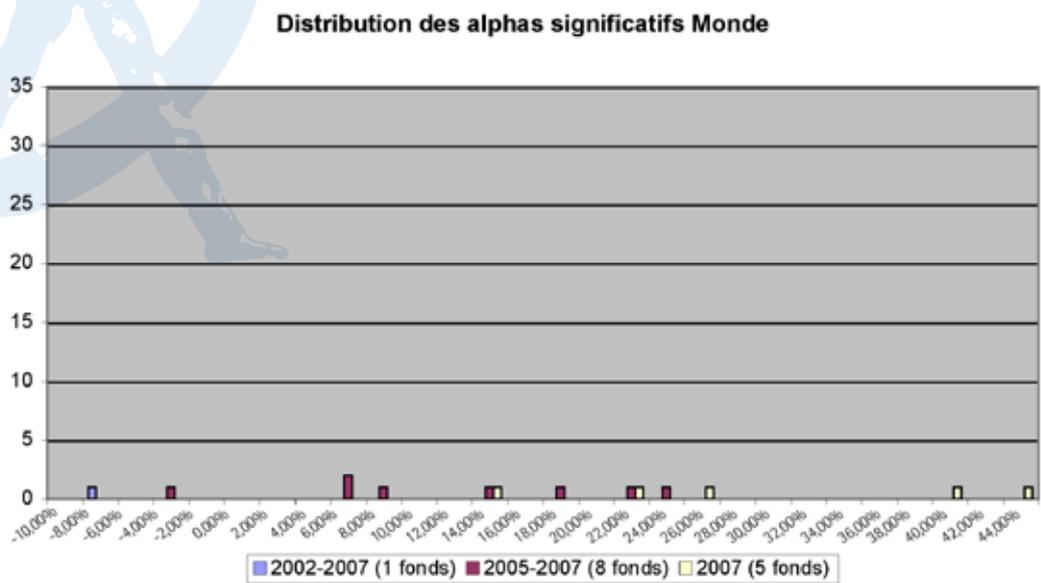


Annexe 2

Graphique 11 : Comparaison de la distribution des alphas pour la zone Monde, sur trois périodes de longueur différente (six ans, trois ans, un an).



Graphique 12 : Comparaison de la distribution des alphas significatifs pour la zone Monde, sur trois périodes de longueur différente.





Références

- Bailey, J.V., 1992, « Are Manager Universes Acceptable Performance Benchmarks? », *Journal of Portfolio Management*, vol. 18, n°3, p. 9-13.
- Bailey, J.V., T.M. Richards et D.E. Tierney, 1990, « Benchmarks Portfolios and the Manager/Plan Sponsor Relationship », in *Current Topics in Investment Management*, Frank J. Fabozzi and T. Dossa Fabozzi eds., Harper Collins, New York, p. 349-363.
- Brinson, G.P., B.D. Singer et G.L. Beebower, 1991, « Determinants of Portfolio Performance II: An Update », *Financial Analysts Journal*, vol. 47, n°3, p. 40-48.
- Cornish, E.A. et R.A. Fisher, 1937, « Moments and Cumulants in the Specification of Distributions », *Review of the International Statistical Institute*, vol. 5, p. 307-320.
- Ibbotson, R.G. et P.D. Kaplan, 2000, « Does Asset Allocation Policy Explain 49, 90 or 100 Percent of Performance? », *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n°1, p. 26-33.
- Le Sourd, V., 2008, « The Performance of Socially Responsible Investment – A Study of the French Market », EDHEC Risk and Asset Management Research Centre.
- Magnier, B. et E. Schaff, 2008, « RSI Fund Performance analysis of responsible and sustainable equity funds », Altedia Investment Consulting.
- Novethic, 2007, « Les nouveaux territoires de l'ISR – Les investissements verts qui se réclament de l'ISR », Novethic études, octobre.
- Novethic, 2008, « Enquête annuelle sur le marché français de l'ISR en 2007 : Gestion collective, dédiée et interne », Synthèse, mai.
- Roll R., 1977, « A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests », *Journal of Financial Economics*, vol. 4, n°2, p. 129-176.
- Sassenou, N., P. Bello, G. Féron et C.-H. d'Arcimoles, 2001, « L'origine et le développement de l'investissement socialement responsable », in *Le développement durable*, chapitre 1, Editions de l'organisation.

L'EDHEC Business School est classée parmi les cinq premières « grandes écoles » françaises, grâce à la qualité de ses enseignants (110 professeurs et chercheurs français et étrangers) et aux relations privilégiées qu'elle développe avec l'industrie depuis sa création en 1906. L'EDHEC s'appuie sur sa connaissance de l'industrie et concentre ainsi ses travaux de recherche sur des thèmes qui répondent aux besoins des professionnels.

Son laboratoire de finance EDHEC Risk and Asset Management Research Centre a pour objectif de mener des travaux aux plus hauts standards académiques mondiaux et de faciliter leur mise en œuvre par l'industrie. En partenariat avec de grandes institutions financières, le centre de recherche rassemble 35 chercheurs et conduit d'importants programmes centrés sur l'allocation d'actifs et la gestion des risques dans les univers traditionnel et alternatif.

Copyright © 2008 EDHEC

