

Performance financière des fonds socialement responsables : déchiffrage

Dans les esprits, investissement socialement responsable ne rime pas forcément avec rentable. A tort ou à raison ? Cette analyse remet cette question polémique sur la table en confrontant les résultats scientifiques préexistants à la problématique des coûts de l'ISR sur le marché belge.

Introduction

Les investissements socialement responsables (ISR) sont des placements financiers non-exclusivement tournés vers des critères financiers puisqu'ils prennent également en compte des considérations extra-financières Éthiques, Environnementales, Sociales et de bonne Gouvernance (EESG). Cependant, comme tous produits financiers, le sujet de leur rentabilité est très sensible. Si nous tendons l'oreille, nous entendrons toutes sortes d'hypothèses affirmant ou non que les ISR performant aussi bien que leurs équivalents traditionnels. On entendra, aussi, que la rentabilité n'est peut-être pas le bon étalon pour mesurer la qualité de ces produits, ou encore, qu'il faudrait pour bien faire considérer les plus-values sociales et environnementales qu'engendrent ce genre de placements. Qu'en penser réellement ?

Cette analyse propose une revue de la littérature scientifique traitant de ce sujet. Dans un premier temps, nous confronterons les hypothèses permettant de soutenir l'une ou l'autre théorie. Ensuite, nous nous pencherons sur les éventuels biais méthodologiques pouvant expliquer ces différences avant de terminer par un focus sur les coûts liés à l'ISR de différents gestionnaires d'actifs du marché belge.

Trois courants ?

Il existe une kyrielle d'analyses et études scientifiques indagant sur la rentabilité financière des fonds socialement responsables¹. Malheureusement, il n'existe, à ce jour, pas de consensus et les études se contredisent. Trois grands schémas de pensées traduisent l'ensemble des discussions portant sur le sujet.

¹ Les ISR peuvent se décliner en différents produits comme des comptes d'épargne, des parts de coopératives et des fonds de placement. Dans cette analyse, nous ne considérerons que cette dernière catégorie.

La première grande tendance s'inspire des fondements de la théorie moderne du portefeuille de Markowitz (1952) et estime que les investissements socialement responsables seraient moins rentables et plus risqués que leurs équivalents traditionnels. Cette théorie repose sur l'hypothèse que les investisseurs souhaitent maximiser leurs bénéfices tout en minimisant leurs risques, et que cela n'est possible que par le biais d'une diversification optimale des titres du portefeuille. Or, en restreignant volontairement leur univers d'investissement², les ISR diminueraient leurs opportunités de diversification³, ce qui occasionnerait pour une rentabilité équivalente du portefeuille un risque supérieur⁴ ou une rentabilité inférieure pour un risque équivalent.

Les adeptes de cette première grande tendance sont soutenus par un bon nombre de chercheurs qui affirment, qu'en outre, les fonds ISR pâtiraient de coûts supplémentaires de filtrage et de contrôle⁵ inhérents à la création d'un univers d'investissement spécial, ce qui altérerait directement le rendement de ces placements.

La seconde grande tendance soutient, au contraire, que les investissements socialement responsables seraient plus performants que leurs équivalents traditionnels en raison de leur volonté de favoriser les entreprises compétitives en responsabilité sociétale des entreprises (RSE).

La RSE serait, en effet, un facteur de performance future des entreprises⁶. Gérer les risques en amont, comme établir des relations de qualité avec les parties prenantes, se soucier de l'environnement, des droits de l'homme et du travail rendrait l'entreprise mieux armée pour faire face à l'avenir⁷. De plus, de bonnes pratiques en RSE⁸ permettraient à l'entreprise de jouir d'une meilleure image réputationnelle, ce qui transparaîtrait sur son cours de bourse et influencerait positivement le coût d'accès de ces entreprises à du capital. Selon Ryan et Schneider (2002), l'activisme actionnarial serait également une source de création de valeur.

Les partisans de la troisième tendance cultivent l'idée qu'il n'existe pas de différence statistiquement significative entre les fonds ISR et traditionnels. Les avantages de la diversification deviendraient infinitésimaux après déjà une cinquantaine de titres.

En conclusion, alors que certains auteurs se prononcent en faveur de la performance financière des ISR, d'autres, au contraire, concluent à un impact négatif de l'ISR sur le rendement des fonds de placement. Une troisième catégorie de chercheurs estiment, quant à eux, qu'il n'existe pas de différences notoires entre les performances des fonds ISR et leurs équivalents traditionnels.

Biais de méthodologie – thèse de Revelli, 2010.

² Plus d'informations sur les univers d'investissement dans l'analyse sur le Best-in-class, avril 2012.

³ Un manque de diversification sectorielle est indéniable puisque certains secteurs comme l'alcool, l'armement et le tabac sont généralement exclus de ce type d'investissement.

⁴ LEVY H. (1978), « Equilibrium in an Imperfect Market : A constraint on the number of securities in the portfolio », *American Economic Review*, p.643-658

⁵ LUTHER R.G., MATATKO J. et CORNER D.C. (1992) « The investment performance of UK ethical unit trusts », *Accounting, auditing and accountability journal*, 5, p 57-70. 8

⁶ http://univLorraine.academia.edu/PatriceLaroche/Papers/167197/Responsabilite_sociale_et_performance_financier_e_des_entreprises_une_synthese_de_la_litterature_CSR_and_Firm_Performance_A_survey_

⁷ JOLIAT A. (2006) Fonds de placement responsables : Un intérêt pour l'investisseur ? Travail de mémoire – BCV. 60 pages

⁸ <http://greeneconomypost.com/top-10-csr-studies-2010-12473.htm>

Certains chercheurs, comme Revelli (2010), ont essayé de comprendre la raison de ces divergences dans les conclusions en étudiant les différences de méthodologies utilisées par les différents auteurs. Afin de constater une éventuelle corrélation entre certains biais méthodologiques et les divergences de résultats, M. Revelli a recensé un corpus des 161 études scientifiques, dans lequel 40 d'entre-elles concluent à un impact positif de l'ISR sur la performance, 41 à un impact négatif et 80 à un impact neutre. Il définit également un certain nombre de variables à même de pouvoir influencer les résultats. Ainsi, la zone géographique, la méthode de comparaison de données, la qualité de l'ISR, la famille d'investissement, la taille de l'échantillon, la période d'observation, la mesure de la performance deviennent autant de facteurs dont peuvent dépendre les conclusions. Détaillons un peu ces variables :

Le biais géographique

La question posée est de savoir si la variable géographique peut influencer les résultats. Celle-ci peut être divisée en deux catégories :

- D'une part, le pays dans lequel les produits sont proposés, variable influencée par la culture ou les normes⁹ nationales. Par exemple, les marchés anglo-saxons pratiquent davantage l'exclusion alors que la France et la Belgique préconisent les critères EESG à travers la méthode du « Best-in-class ».
- D'autre part, la zone géographique admissible dans l'univers d'investissement du fonds. Un fonds peut se composer uniquement de titres européens, américains, de pays émergents, d'un seul pays, etc...

La majorité des études (59%) se sont consacrées aux marchés américains et anglais, pionniers de l'ISR. M. Revelli constate pour le marché américain que la majorité des résultats sont neutres. Pour le marché anglais, l'impact négatif et neutre sont à égalité (40% chacun).

Le marché français, quant à lui, plus récemment étudié, présente également une majorité de résultats neutres (78,5% des études).

Le marché belge n'a pas fait l'objet d'étude particulière si ce n'est celle de Plantinga et Scholtens (2001) qui compare une sélection de fonds ISR français, belges et hollandais à des fonds traditionnels et conclut à une rentabilité supérieure des ISR.

D'autres études encore ne se soucient pas du marché étudié et comparent des fonds tous azimuts.

Le biais « taille de l'échantillon »

Il semble légitime de penser que la taille de l'échantillon joue un rôle positif dans la diversification des investissements. Cependant, on observe que les études ont majoritairement travaillé avec des échantillons de moins de 20 produits¹⁰. Ceci s'explique par la volonté des chercheurs à se concentrer sur un marché particulier et un intervalle de temps précis, ce qui réduit le nombre de produits potentiellement observables.

Parfois, c'est la méthodologie employée qui empêche de trouver plus de fonds. C'est le cas, entre autres, de la technique du « pair-matching », qui consiste à trouver des équivalents non-ISR pour chacun des fonds ISR trouvés.

La majorité des études observant un échantillon d'une telle taille ont finalement obtenu un résultat

⁹ Par exemple, il existe une loi en Belgique interdisant le financement de certains produits comme les mines antipersonnel ou les bombes à sous-munitions

¹⁰ Fonds ISR, titres ISR et indices ISR.

neutre (64% des cas).

Le biais temporel

Certains chercheurs ont démontré que la durée de la période étudiée avait une conséquence sur les résultats obtenus. Une plus longue durée amènerait, grâce à l'effet d'apprentissage¹¹, des conclusions davantage en faveur de l'ISR ou neutres. D'autres chercheurs en 2006¹² et 2008¹³ estiment que plus la période est longue, plus les résultats doivent être significatifs que ce soit en faveur ou en défaveur de l'ISR.

Il n'est pas rare pour les chercheurs de devoir choisir arbitrairement entre de grands historiques temporels et une grande sélection de fonds. Certains auteurs ont spécialement choisi d'étudier des courtes périodes pour tester la sensibilité des ISR en période de crise. Pour les historiques court terme (< 5 ans), les résultats ne penchent vers aucune tendance en particulier. La majorité des recherches se concentrent sur une période allant de 5 à 9 ans, et la performance financière ne semble pas être significativement différente dans la majorité des cas (45% des cas).

Très peu d'études se sont concentrées sur des historiques très long (> 20 ans). Celles-ci observent dans 83% des cas, une performance en défaveur des ISR.

Le biais « extra-financier »

Les méthodes de screening extra-financier pourraient également être à l'origine des divergences entre les résultats. Exclusion ou « Best-in-class » d'une part, puisque ces deux méthodologies ne concluent pas aux mêmes univers d'investissement. Mais, d'autre part, selon la thématique ESG mise en exergue, il semblerait que la gouvernance soit source de performance financière supplémentaire (71% des cas). Les études avec une approche environnementale conduisent également vers un impact en faveur de l'ISR (63%). L'emphase sur l'aspect social quant à lui ne semble pas orienter la performance.

Le biais « nature des investissements »

Le biais repose ici sur la famille d'investissement concernée, à savoir, les fonds en actions, en obligations ou diversifiés (actions et obligations). Comme pour les investissements classiques, il faut considérer le risque associé à chaque classe d'actifs. Les fonds en actions sont considérés plus risqués que les fonds obligataires¹⁴. On constate que la grande majorité (93%) des expérimentations se sont concentrées sur la catégorie « actions » bien que certaines études ne précisent pas la nature des investissements étudiés. La famille « actions » trouve dans 50% des résultats une performance financière neutre. Les famille obligataires ou diversifiés n'ont pas fait l'objet de beaucoup d'études, mais tendent vers une neutralité pour les diversifiés et un impact positif pour les obligations.

Le biais « mesure de performance »

¹¹ Bauer et al. (2005)

¹² Core et al. (2006)

¹³ Amenc et le Sourd (2008)

¹⁴ http://www.guide-finance.ch/ica_french/investissement/investir_dans_les_fonds/principes_de_base/wdda3.html

Les conclusions dépendraient directement des méthodes de mesure de performance utilisées¹⁵. Ainsi pour une même sélection de produits ISR, les résultats pourraient être contradictoires selon que les chercheurs utilisent des statistiques descriptives comme la moyenne et l'écart-type ou des modèles plus compliqués comme celui de Fama et French (1993)¹⁶ ou de Carhart (1997)¹⁷, qui font intervenir des facteurs supplémentaires comme la taille, la croissance et la dépendance au marché. Cette contradiction semble, en partie, due à la part de performance excédentaire¹⁸ rendue plus petite par l'intégration de paramètres supplémentaires dans les modèles à trois et quatre facteurs.

Le biais « nature des comparaisons »

Titres ISR vs titres non-ISR
Indices ISR vs indices non-ISR
Fonds ISR vs fonds non-ISR
Fonds ISR vs indices non-ISR ou ISR,...

Sont autant de comparaisons possibles permettant de dégager une mesure de performance. Forcément, chaque méthodologie possède ses avantages. L'étude des indices, par exemple, n'est pas biaisée par les coûts de transactions, ni par l'aptitude des gérants. En revanche, ils ont un historique relativement limité.

La performance peut être décomposée en deux sous-performances. L'une liée directement à la performance des titres ISR, l'autre liée à la capacité du gestionnaire à déceler les meilleurs titres.

Dans la majorité des travaux, c'est la performance des titres qui est analysée. La différence de performance est majoritairement neutre concernant les études de fonds et d'indices.

Certains chercheurs ont décidé de créer eux-même des portefeuilles fictifs de titres excellents et/ou piètres en matière d'ESG afin de les comparer. Cette stratégie conclue principalement à une performance supérieure des portefeuilles bien notés en matières d'ESG.

En conclusion, il existe tellement de variables et de données à croiser qu'il est très difficile de donner raison à l'un ou l'autre courant théorique. Cependant, on remarque que certains biais semblent influencer directement les résultats. C'est le cas notamment de la variable mesure de performance, pour laquelle les statistiques descriptives présentent des résultats contradictoires aux modèles multifactoriels.

Par ailleurs, on constate que la thématique gouvernance, à travers la variable extra-financière, semble être un terreau propice à la performance des fonds.

Focus : les coûts de l'ISR

¹⁵ Derwall et al. (2005)

¹⁶ FAMA E. & FRENCH K. (1993) Common Risk Factors in Stock and Bond Returns, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p.3-56.

¹⁷ CARHART M. (1997) On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, vol. 52, n°1, p.57-82.

¹⁸ L'alpha dans le jargon.

Lorsqu'on parle de la rentabilité financière des ISR, certains experts soulignent la problématique des coûts de ces investissements. La création d'un univers d'investissement spécial serait une charge supplémentaire¹⁹ pour les gestionnaires d'actifs.

Dans le cadre de cette analyse, nous avons interrogé 15 promoteurs²⁰ de fonds ISR sur le marché belge pour y voir un peu plus clair sur ce sujet. Plus concrètement, notre objectif était de répondre au triple questionnement suivant :

- ✓ s'interroger sur le montant du coût excédentaire attribuable à cette gestion de conviction.
- ✓ constater dans quelle mesure ce coût est à charge des banques ou des clients.
- ✓ évaluer la transparence de la banque à ce sujet.

Selon les promoteurs, il est incontestable que l'ISR génère un coût et que ce dernier soit majoritairement attribuable aux salaires des équipes internes de recherche et analyse. Le nombre de salariés varient énormément selon les banques, allant de 1 équivalent temps-plein à plus de 60.

La seconde charge serait, le coût, soit des bases de données brutes telles que celles vendues par VIGEO, Sustainalytics, etc, soit, le cas échéant, le label Ethibel dont le coût peut aller jusqu'à 25 points de base²¹ de l'encours du fonds par an !

Une série de charges indirectes viennent encore alourdir légèrement la balance, comme les locaux, matériel administratif, etc...

Il importe, à présent, de regarder dans quelle mesure ces coûts sont à charge du client. C'est ici que les pratiques des promoteurs divergent. Notons, qu'eux-même semblent ignorer ce que font les concurrents, et plus fort encore, s'étonnent quand leurs pratiques ne sont pas identiques. A croire qu'ils ne pensaient pas possible de faire autrement que ce qu'ils font.

Certaines banques estiment que ces coûts ne sont pas à charge du client et que c'est à la banque dans son ensemble de devoir les couvrir. Ce qui revient à affecter ces coûts sur l'ensemble des fonds et non pas uniquement sur les fonds ISR. Dans ce cas, il n'existe pas de différence entre les frais d'un fonds ISR et non-ISR.

D'autres font directement payer le coût de l'ISR au client à travers les frais de gestion du fonds, lesquels sont majorés d'une dizaine de points de base. L'encours moyen des fonds ISR belges étant d'environ de 30 000 000 euros²², les coûts de l'ISR seraient donc d'approximativement 30 000 euros annuellement par fonds. Ce montant représente le rendement que le fonds doit faire annuellement juste pour payer le screening ISR.

Certains promoteurs, quant à eux, coupent la poire en deux et allouent un pourcentage à charge de la banque et un pourcentage à charge du fonds (exemple : 60% payé par la banque, 40% par le fonds).

D'aucuns estimeront que cette question n'est pas vraiment pertinente car ils pensent que le coût des

¹⁹ Coûts de filtrage et de contrôle supplémentaires

²⁰ Dexia, Banque Triodos, BNP Paribas Fortis, Delta Lloyd, KBC, Banque Degroof, Petercam, Pictet, Sarasin, Aviva, Axa, Argenta, Banque du Luxembourg, Amundi et ING.

²¹ 1 point de base = 0,01%.

²² Approximation de la moyenne des encours des 340 fonds ISR commercialisés sur le marché belge. Source, Rapport ISR 2012, Réseau Financement Alternatif

frais de gestion est donné par le marché, et que ce ne sont pas vraiment les gestionnaires d'actifs qui le choisissent. Ces derniers vérifient juste s'ils arrivent à rentrer dans leurs frais avec un tel montant.

Ce sont ces raisons qui expliquent que certaines banques n'ont pas de différence au niveau des frais totaux sur encours entre leurs fonds ISR et non-ISR alors que d'autres sont majorés d'une dizaine de points de base.

En conclusion, notre étude exploratoire nous apprend que ce coût est principalement le reflet des charges salariales du département ISR interne aux banques. Il n'existe pas de consensus concernant les pratiques commerciales pour savoir qui du client ISR ou de la banque doit supporter ce montant excédentaire. Finalement, la difficulté avec laquelle nous avons pu obtenir ces informations traduit le manque de transparence évident de la plupart des acteurs du marché belge.

Conclusion

Au bout du chemin, rien ne semble indiquer que les fonds socialement responsables soient moins performants que les fonds traditionnels. Comme le dit Philippe Gillet²³, alors que les pessimistes se plaindront que le marché n'offre pas de prime aux entreprises vertueuses, les optimistes de leur côté se réjouiront d'encourager les bonnes pratiques sociales, environnementales et de bonne gouvernance sans pâtir de mauvais rendement financier.

Car c'est clairement de cela qu'il s'agit: si se donner bonne conscience n'était possible qu'en faisant une croix sur la possibilité de faire des bénéfiques, le marché de l'ISR serait destiné à rester un marché de niche²⁴ pour les convaincus. Maintenant, puisque, grosso modo, il n'y a pas de différence, qui peut encore trouver une excuse valable à ne pas investir dans l'ISR ?

L'étude des biais méthodologiques nous suggère de rester prudent quant à la lecture des résultats des études puisque ces derniers peuvent dépendre étroitement des variables utilisées. C'est spécifiquement le cas pour les différents outils statistiques permettant de mesurer la rentabilité financière des fonds. De la même manière, la variable extra-financière, et plus précisément la thématique orienté gouvernance semble être corrélée avec une meilleure performance.

Par ailleurs, nous nous sommes intéressés aux coûts inhérents à l'ISR puisque la littérature scientifique ne semblait pas encore s'y être attardée. Nous avons constaté que les pratiques des promoteurs ne sont absolument pas harmonisées et que cela conduit à des différences dans la part du coût qui est à charge des clients. Bien sûr, rien n'empêche ces derniers de demander à leur banque quelle est sa politique à ce sujet, ou de prendre leur courage à deux mains pour se lancer eux-mêmes dans les abysses nébuleuses des prospectus de fonds difficilement déchiffrables pour le grand public...

*Martin Hernalsteen
mai 2012*

²³ GILLET P. (2008), Les performances des fonds éthiques et vicieux. Etats Généraux du Management, chapitre 9. Paris, 14 pages.

²⁴ PHILLIPS, HAGER & NORTH (2007) Does socially responsible investing hurt investment returns ? *RBC Global Asset Management Inc.*, 2010. 16 pages.

Le Réseau Financement Alternatif est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.



FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financement Alternatif pour développer et promouvoir la finance éthique et solidaire.



Bibliographie

AMENC N. & LE SOURD V. (2008) Les performance de l'investissement socialement responsable en France , Etude Edhec, Edhec Risk Asset Management Research Centre, décembre.

BAUER R. et al. (2005) International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style , *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, p.1751-1767.

CARHART M. (1997) On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, vol. 52, n°1, p.57-82.

CORE J. et al. (2006) Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations , *Journal of Finance*, vol. 56, n°2, p.655-687.

DERWALL J. et al. (2005) The eco-efficiency premium puzzle , *Financial Analysts Journal*, vol. 61, n°2, p.51-63.

FAMA E. & FRENCH K. (1993) Common Risk Factors in Stock and Bond Returns, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, p.3-56.

GECZY C. , STAMBAUGH R. ,LEVIN D. (2003) Investing in socially responsible mutual funds. *The Rodney L. White Center for Financial Research – The Wharton School, University of Pennsylvania. 50 pages.*

GILLET P. (2008), Les performances des fonds éthiques et vicieux. Etats Généraux du Management, chapitre 9.Paris, 14 pages.

JOLIAT A. (2006) Fonds de placement responsables : Un intérêt pour l'investisseur ? Travail de mémoire – BCV. 60 pages.

LEVY H. (1978), « Equilibrium in an Imperfect Market : A constraint on the number of securities in the portfolio », *American Economic Review*, p. 643-658.

LUTHER R.G., MATATKO J. et CORNER D.C. (1992) The investment performance of UK ethical unit trusts , *Accounting, auditing and accountability journal*, 5, p 57-70.

MARCOWITZ H. (1952), Portfolio Selection , *Journal of Finance*, vol. 7, n°1, p. 77-99.

PHILLIPS, HAGER & NORTH (2007) Does socially responsible investing hurt investment returns ? *RBC Global Asset Management Inc.*, 2010. 16 pages.

PLANTINGA A., SCHOLTENS B. (2001) Socially responsible investing and management style of mutual funds in the Euronext stock markets », University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations and management) , Research report, mai.

REVELLI C. (2010) L'effet de l'ISR sur la performance financière : Une analyse méthodologique de la littérature empirique. *Centre de recherche sur le management et les marchés (CR2M) – Groupe finance*. 21 pages.

RYAN L. V. & SCHNEIDER M. (2002), The Antecedents of Institutional Investor Activism, *Academy of Management Review*, vol. 27, n°4, p.554-573.

SAADAOUI K. (2007) L'engagement éthique pénalise-t-il la performance ? Analyse de la performance financière des fonds socialement responsable français. *Université de Paris Sud 11-faculté Jean Monnet*. 14 pages.