



NO 2011 – 12

May

THE PERFORMANCE OF SOCIALLY RESPONSIBLE FUNDS: DOES THE SCREENING PROCESS MATTER?

Gunther Capelle-Blancard & Stéphanie Monjon

NON-TECHNICAL SUMMARY

Socially Responsible Investment (SRI) is now quite popular in financial markets. This has prompted a surge of interest in the financial performance of mutual funds that practice SRI: Does the inclusion of environmental, social and governance criteria in the investment decision-making process hurt risk-adjusted returns, or does it lead to a “win-win” strategy, a sort of double dividend? As of 2010, more than fifty academic papers have examined this issue, all of which are very uniform in their methodology. They almost unanimously show that financial performance of SRI funds is not significantly different relative to their conventional peers or relative to a benchmark index. Actually, the absence of an overall effect is not surprising. SRI funds are very heterogeneous and socially- or environmentally-friendly investments may be a source of competitive advantage in some situations, but not in all. The debate on the economic and financial impact of corporate social responsibility should move away from the question “does it pay to be good?” to “when does it pay to be good?”.

In this study, we assess the financial performances *within* SRI mutual funds. In particular, we examine whether the financial performance of these funds is related to the characteristics of the extra-financial screening process. Our sample is composed with French SRI mutual funds.

Modern SRI takes its roots in the US in the 1970s and spread slowly to other Anglo-Saxon countries and to the rest of the world. In Continental Europe, the growth of SRI dates back only to the 1990s. But now, the European market is larger and is expanding faster than the US one. This argument alone could be enough to justify interest in European markets. More importantly, the practices significantly differ on both sides of the Atlantic. In particular, almost all SRI funds in the US use exclusion criteria. This is far from being the case in Europe, particularly in France: in our sample, only one SRI fund out of three applied such criteria. Instead, in Europe, SRI funds select companies from *all* industries, provided that these companies are the leading ones with respect to ESG criteria (environment, social, and governance). This so-called best-in-class approach is often considered at the cutting-edge of SRI.

In this study, we examine the significance of the extra-financial screening process applied by fund managers on their financial performance. To do so, we build three main sets of explanatory variables. First, we use the number of exclusion criteria to measure the extent of the screening intensity. We hypothesize a U-shaped relationship between screening intensity, measured by the

LA PERFORMANCE DES FONDS SOCIALEMENT RESPONSABLES :
QUELLE EST L'INCIDENCE DU PROCESSUS DE SÉLECTION?

Gunther Capelle-Blancard et Stéphanie Monjon

RÉSUMÉ NON TECHNIQUE

Depuis le début des années 2000, l'encours en France des fonds éthiques – autrement appelés fonds d'investissement socialement responsables (ISR) – a été multiplié par dix. Certes, la pratique reste marginale (à peine quelques pourcents des encours totaux), mais cette croissance a suscité un grand intérêt pour les performances financières de ces fonds. Est-il possible de concilier performance financière, protection de l'environnement et promotion des valeurs sociales ? Pour certains, une gestion soucieuse des parties prenantes est potentiellement source de compétitivité et de gains de productivité pour l'entreprise ; c'est l'idée du « double dividende », des stratégies « gagnantes-gagnantes ». L'idée est séduisante, mais est-elle vérifiée ? Depuis les années 1990, une cinquantaine d'articles académiques ont abordé cette question. Ces études utilisent la même méthodologie et montrent quasi-unaniment que les fonds ISR ont, en moyenne, des performances financières très similaires aux fonds traditionnels. Ce résultat n'est guère surprenant, surtout que ces études font l'hypothèse que ces fonds sont homogènes. Or, cette hypothèse est loin d'être vérifiée et il semble bien que la question pertinente ne soit pas tant, pour reprendre un adage anglo-saxon, « *does it pay to be good?* » que « *when does it pay to be good?* ».

Dans cet article, nous examinons les différences de performance entre les fonds ISR, pour un échantillon de 116 fonds français sur la période 2004-2007. Nous estimons d'abord la rentabilité corrigée du risque des fonds ISR commercialisés en France : comme attendu, les fonds ISR de notre échantillon ne sur-performent ni ne sous-performent le marché. Nous examinons ensuite – c'est le cœur même de l'article – dans quelle mesure les caractéristiques du processus de sélection conditionnent la performance des fonds ISR. A cet égard, notre article prolonge les travaux de Barnett et Salomon (2006) et de Renneboog, Horst et Zhang (2008). L'essentiel des informations sur le processus de sélection des fonds nous a été fournies par Novethic, le principal centre français de recherche sur l'ISR. Sur la base de ces informations, nous construisons trois groupes de variables. Le premier décrit l'intensité du processus de sélection : le gérant utilise-t-il des critères d'exclusion ? si oui, combien ? Le second groupe de variables porte sur la nature des filtres extra-financiers : l'accent est-il mis sur l'environnement, le social, ou la gouvernance d'entreprise ? les critères sont-ils plutôt de type sectoriel ou transversal ? Le troisième groupe concerne la qualité du processus de sélection extra-financière. Celle-ci est d'abord mesurée en se basant sur les ratings ISR de Novethic qui synthétisent un grand nombre

d'informations (l'équipe est-elle composée de spécialistes ISR ? le fond externalise-t-il la gestion ISR ? la sélection est-elle transparente ? etc.). En complément de ces ratings, nous utilisons également un indicateur qui mesure *ex post* l'originalité du fonds : l'hypothèse sous-jacente est que les meilleurs fonds ont intérêt à pratiquer une gestion active et à se distinguer de leurs concurrents.

Nos résultats confirment l'existence d'une relation négative entre le nombre de critères d'exclusion et la performance financière des fonds. Mais tous les critères ne se valent pas. Seuls les filtres sectoriels (ceux qui conduisent à l'exclusion de toutes les entreprises d'un même secteur) conduisent à une sous-performance des fonds ; les filtres transversaux (tels que l'engagement à respecter les principes du Pacte mondial des Nations Unies, les droits fondamentaux au travail de l'OIT, ...) n'ont, quant à eux, pas d'impact. En outre, la qualité du processus de sélection ISR, telle qu'elle est appréciée par Novethic, n'influence pas les performances financières ; toutefois, plus le fonds s'écarte de ce que pratiquent les autres, plus sa performance est élevée en moyenne.

Nos résultats peuvent être interprétés en faveur des fonds *best-in-class*, par opposition à ceux qui pratiquent l'exclusion et qui sont *a priori* moins bien diversifiés. Il n'en reste pas moins que l'exclusion a un grand mérite : celui de la simplicité. Et il tout à fait possible que certains investisseurs soient prêts à sacrifier un peu de leur performance financière à condition d'avoir un portefeuille qui reflète mieux leurs valeurs.

Classification JEL: G11, Q56, C32.

Mots-clefs : Investissement socialement responsable (ISR), investissement responsable et durable, investissement éthique, responsabilité sociale des entreprises (RSE), choix de portefeuille, ratings.

number of exclusion criteria, and financial performance. The second variable of interest concerns the nature of the extra-financial screens, that is, whether fund managers focus on specific ESG issues and whether they apply sectoral or transversal screens. In particular, we hypothesize that the only damaging exclusion criteria for SRI investors are those which target specific sectors. Third, we examine the potential impact of the quality of the extra-financial screening process, which is measured in two different ways. On one hand, we use SRI ratings computed by Novethic (the leading information center in France on SRI) to gauge the social responsibility of the French SRI funds. On the other hand, we evaluate the “Strategy Distinctiveness Index” proposed by Sun, Wang and Zheng (2011), which captures managerial skill by assessing the extent to which a fund’s returns differ from those of its peers.

Our study provides some salient results. First, as expected, we show that SRI mutual funds do not outperform the market, whatever the performance measure considered. Then, we confirm empirically that the SRI screening process may have a cost: the financial performance of SRI funds is hurt by the exclusion of non-socially responsible stocks. Like Barnett and Salomon (2006), we also find that this initial negative effect is partly offset as the number of screens increases. Further, we show that only sectoral screens (such as avoiding sin stocks) pull down financial performance, while transversal screens (commitment to UN Global Compact Principles, ILO/Rights at Work, etc.) do not have any impact. Moreover, it is not clear whether one of the ESG factors influences the financial performance of SRI funds more than the others, but these issues need further analysis. Lastly, when the quality of the SRI selection process is proxied by the rating provided by Novethic, its impact is not significant, while a higher strategy distinctiveness amongst SRI funds, which also gives information on the quality of the selection process, is associated with better financial performance.

JEL Classification: G11, Q56, C32.

Key Words: Socially Responsible Investing (SRI), Sustainable and Responsible Investment, Ethical Investment, Corporate Social Responsibility (CSR), Portfolio Choice, Ratings.