

Contexte

Le développement des fonds monétaires ISR est une spécificité française apparue après la crise financière de 2008. En février 2009, Novethic avait consacré une étude au sujet intitulée « Quels enjeux pour les fonds monétaires ISR ? » qui expliquait à quelles conditions ces fonds pouvaient avoir une gestion ISR crédible. En 2014, on trouve sur le marché près d'une quarantaine de fonds monétaires ISR disposant de plus de 40 milliards d'euros d'encours.

Une des principales limites régulièrement évoquée est celle de la contradiction apparente entre l'horizon d'investissement court terme des titres monétaires et la perspective à long terme des enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG). Cependant, les émissions de titres monétaires émanent principalement des banques et d'organismes financiers non cotés et sont pour la plupart reconduites de façon récurrente. Mettre en place une gestion ISR exigeante peut avoir pour objectif d'influencer ces émetteurs bancaires pour les sensibiliser à la RSE et à l'investissement responsable. Cela passe par la mise en œuvre de reportings et de notations adaptés.

————— *La place du monétaire ISR* —————

Analyse du marché

Les fonds monétaires ISR ouverts ont pris une place importante ces dernières années. Ainsi, à fin décembre 2013, Novethic recensait 38 fonds monétaires représentant un peu moins de 42 milliards d'euros d'encours sous gestion, alors que l'on n'en dénombrait que 13 pesant 6,3 Mds€ au 31 décembre 2008.

Tableau 1 : Évolution des encours des fonds monétaires ISR ouverts et de leur part relative au sein des fonds ISR ouverts

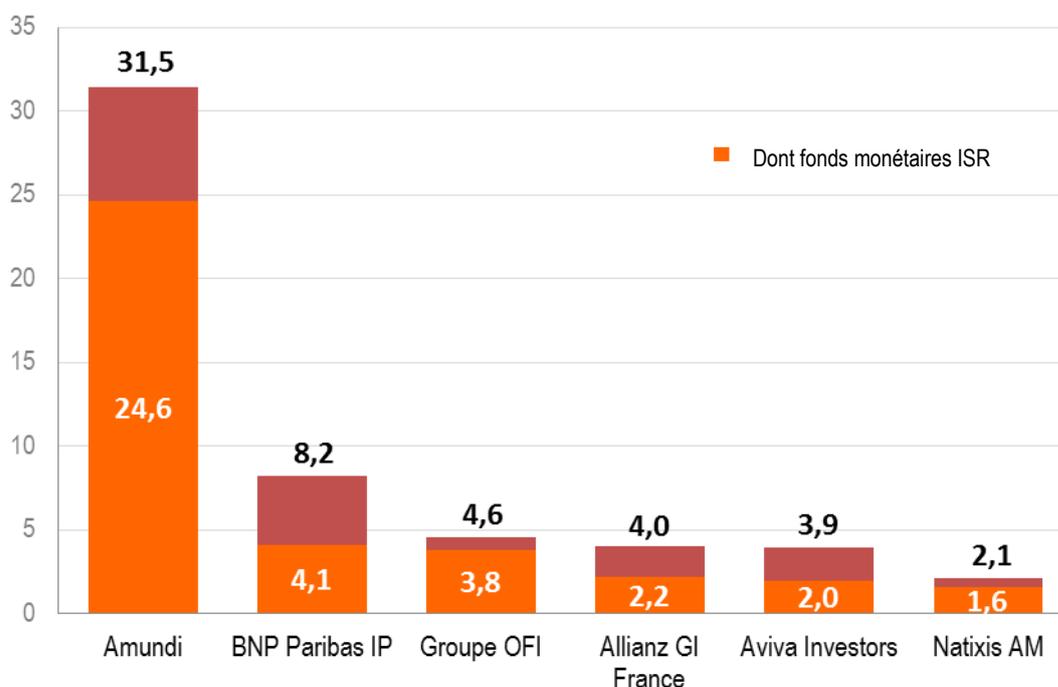
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
M€	6 264	17 594	22 868	36 953	45 129	41 915
% total des fonds ISR	31%	52%	48%	58%	59%	54%

Les conversions à l'ISR de fonds ouverts ont dopé cette classe d'actifs. En 2012, 7,7 milliards d'euros d'encours de fonds monétaires ont été convertis à l'ISR pour une hausse totale des encours monétaire ISR de 8,2 milliards d'euros. Cette dynamique avait été encore plus forte en 2011, avec 14,6 milliards d'euros d'encours de fonds monétaires convertis faisant passer la part du monétaire au sein des fonds ISR de 48% à 58%.

En 2013, même si l'attractivité financière des fonds monétaires a beaucoup diminué, ils représentent toujours plus de la moitié des encours ISR en gestion collective. Six fonds monétaires ont été convertis, représentant 1,7 milliards d'euros.

Ces encours monétaires ISR sont gérés par un nombre réduit de sociétés de gestion (cf. Graphique ci-dessous)

Encours des fonds ISR des 6 sociétés de gestion gérant plus d'un milliard d'euros d'encours ISR, au 31 décembre 2013



Par nature, les encours des fonds monétaires sont très fluctuants, puisqu'ils sont utilisés par les investisseurs pour gérer leur trésorerie à court terme. C'est cependant la classe d'actifs où l'on retrouve les fonds ISR les plus volumineux (Cf. Tableau 2).

Tableau 2 : Encours des dix plus gros fonds ISR monétaires, au 31 décembre 2013

Fonds	Société de gestion	Encours (Mds€)
Amundi Trésor Eonia ISR	Amundi	22,8
BNP Paribas Mois ISR	BNP Paribas IP	4,1
Allianz Securicash SRI	Allianz Global Investors France	2,2
Aviva Monétaire ISR	Aviva Investors	2,0
Macif Court Terme ISR	Groupe OFI	1,3
Ofi Trésor ISR	Groupe OFI	1,2
SG Eonia ISR	Amundi	1,1
Mirova Trésorerie	Mirova	0,9
NOBC Monétaire	Neuflize OBC Investissements	0,9
CPR Monétaire SR	Amundi	0,7

La stratégie de conversion massive de fonds monétaires à l'ISR par les sociétés de gestion continue à générer des interrogations. La course aux volumes d'ISR sous gestion via ces fonds monétaires jette un doute sur la solidité des processus ISR visant à pousser les émetteurs de dette à court terme à prendre en compte des critères ESG. Soumettre ces produits à la labellisation proposée par Novethic peut constituer un gage de sérieux mais la montée en puissance des exigences permettant d'obtenir ce label a conduit à une réduction sensible du nombre de fonds monétaires labellisés. Seuls 9 fonds monétaires ont bénéficié du label ISR en 2013. Ils représentent moins d'un fonds labellisé sur 10, soit 37% des encours labellisés.

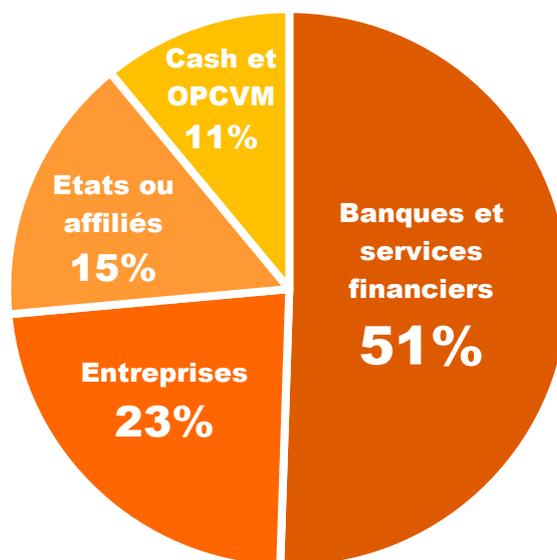
Par ailleurs, la part des encours en gestion dédiée investie en monétaire n'a jamais dépassé les 7% depuis 2008¹ : les investisseurs institutionnels ne semblent pas convaincus de l'intérêt de cette classe d'actifs pour leurs placements ISR.

¹ Les données 2013 ne sont pas disponibles.

Composition des fonds monétaires

Le secteur financier constitue la majorité des actifs des fonds monétaires ISR puisque banques, assurances et autres services financiers représentent en moyenne 51% des titres de ces fonds.

Graphique 2 : Composition moyenne d'un échantillon de 24 fonds monétaires ISR.
(Données au 31 août 2013)



Cette forte représentation du secteur financier constitue en soi une difficulté pour certains investisseurs responsables. Par exemple, Humanis Gestion d'Actifs considère qu'investir dans une proportion trop importante d'entreprises du secteur financier ne permet pas d'assurer le financement de l'économie réelle. Cette prise de position a amené la société de gestion à présenter, dans le reporting de son fonds monétaire ISR, Monesor, un indicateur de contribution au financement de l'économie réelle qui correspond à la proportion de titres non financiers en portefeuille.

Évaluation extra-financière des émetteurs

Les émetteurs de dette à court terme présents dans les fonds monétaires sont de nature très variée et on y retrouve presque toutes les catégories d'acteurs économiques présents sur les marchés financiers :

- Les entreprises du secteur banque et assurance ;
- Les entreprises d'autres secteurs de l'économie ;
- Les filiales de crédit à la consommation de banques et d'assurances ;
- Les filiales de groupes automobiles ou de grande distribution qui proposent des activités de banques et d'assurances (crédit à la consommation, épargne, assurance, etc.) ;
- Les émetteurs souverains ;
- Les organismes affiliés aux émetteurs souverains (agences, entreprises publiques...)

Les deux principaux enjeux de la notation ESG de ces titres concernent l'évaluation des acteurs financiers et l'absence de notation ESG spécifique d'émetteurs comme les filiales de crédit à la consommation de banques et de groupes industriels ou d'agences publiques.

Émetteurs financiers

L'importance des institutions financières dans les fonds monétaires confère à l'analyse ESG du secteur un rôle primordial pour garantir la qualité ESG de ces fonds. Le secteur financier a longtemps été noté sur ses impacts directs tels que les consommations d'énergie des bureaux, l'utilisation de papier ou encore la gestion des ressources humaines. Ces critères donnaient à la plupart des banques et assurances de bons ratings extra financiers. Or, depuis 2008, la forte concentration de contentieux très importants sur l'évasion fiscale, la manipulation des taux, le blanchiment d'argent et d'autres graves crises de gouvernance a changé la donne. Enfin, le poids économique du secteur financier lui confère un rôle crucial sur les impacts environnementaux et sociaux des projets et entreprises qu'il finance. Cette intégration des impacts indirects apparaît indispensable à l'analyse de l'ensemble des risques ESG auxquels font face les banques et les assurances, mais les méthodes d'évaluation ESG restent en décalage. Elles ne prennent que trop rarement en compte la complexité des structures financières, leur faible niveau de transparence sur le découpage de leurs activités et leurs externalités environnementales et sociales.

Filiales de groupes industriels cotés

On trouve dans les fonds monétaires de nombreux titres émanant de filiales de groupes industriels ou de banques spécialisées dans le crédit à la consommation. Alors que ces filiales font face à des risques ESG spécifiques (lutte contre le surendettement, transparence des contrats...), les sociétés de gestion qui les sélectionnent utilisent le plus souvent la note ESG de leur maison-mère. Cette logique d'assimilation conduit à associer une même analyse à deux entités n'ayant pas la même activité et qui sont confrontées à des risques ESG de nature différente. C'est le cas par exemple de Renault et de sa filiale de crédit automobile, RCI Banque.

La logique de contrôle sur laquelle repose cette assimilation pose particulièrement problème dans certain cas, comme celui d'une filiale contrôlée par deux entreprises de nature différente. La Banque EDEL, par exemple, détenue par E. Leclerc (66%) et le Crédit Coopératif (34%), propose aux clients de l'enseigne de distribution des cartes de paiement et de crédit, des solutions de rachat de crédit pour les particuliers, des cartes cadeaux pour les comités d'entreprises mais aussi tous les services bancaires (gestion de compte, placement, etc.) pour les commerçants. Si on lui donne la note extra-financière de l'entreprise contrôlant la majorité de son capital, elle a celle du groupe E. Leclerc, alors que son activité est plus proche de celle du groupe bancaire BPCE.

Si ces assimilations sont souvent justifiées par les gérants monétaires ISR au titre du contrôle exercé par les maisons-mère sur leurs filiales, elles répondent plutôt à une insuffisance de notations ESG qui serait liée à la taille réduite des émetteurs ou au manque de données ESG les concernant. En effet, il y a quatre ou cinq ans, rares étaient les émetteurs spécifiquement monétaires publiant des données ESG ou analysés par les agences de notation extra-financière. Aujourd'hui, de plus en plus de données sont rendues disponibles par les entreprises. Ainsi, le passage en revue des sites Internet de sept sociétés spécialisées dans le crédit à la consommation montre que cinq d'entre elles publient des informations relatives à leur politique RSE². L'extension de la couverture des agences de notation ESG à des entreprises non cotées ouvre également de nouvelles possibilités. Malgré ces évolutions, la majorité des sociétés de gestion n'a pas fait évoluer son modèle d'analyse des émetteurs de papier monétaire depuis le lancement des premiers fonds de cette classe d'actifs.

Organismes publics

Les fonds monétaires sont également composés de titres émis par des entités publiques telles les agences de l'État et les entreprises publiques. La mission d'intérêt général de ces émetteurs les rend tout à fait compatibles à l'ISR mais assimiler leurs notes ESG à celle de leur pays ne prend pas en compte leurs caractéristiques ESG propres. Leurs pratiques et risques ESG sont des problématiques d'entreprises et non d'États. Dans un fonds monétaire ISR par

² Banque EDEL, BNP Paribas Personal Finance (Cetelem)*, Carrefour Banque, Crédit Agricole Consumer Finance (Sofinco)*, Cofidis*, Franfinance*, Laser Cofinoga (Cofinoga, Mediatris)*.

* Sociétés publiant des informations RSE

exemple, la Banque Postale peut se voir attribuer la note ESG de la France. L'assimilation de ces entités publiques à leur État de rattachement demeure dans de nombreux produits alors que les agences de notation ont étendu leur univers d'analyse aux plus gros émetteurs publics de titres monétaires et obligataires.

Pour ces catégories d'émetteurs qui constituent une large part des fonds monétaires, l'analyse ESG demeure donc souvent imprécise voire inadaptée à leurs caractéristiques propres. Cet état de fait, qui perdure malgré la croissance des encours depuis 2008, nuit à la crédibilité du monétaire ISR.

—— **Qualité ESG des fonds monétaires ISR** ——

Taux de sélectivité

Pour évaluer la qualité ESG des processus ISR, on peut se pencher sur le taux de sélectivité, qui représente la proportion d'émetteurs écartés de l'univers des titres éligibles par rapport au nombre d'émetteurs analysés d'un point de vue ESG. Pour calculer ce taux, il faut donc évaluer l'univers de titres monétaires présents sur le marché, ce qui peut poser problème puisque toute entreprise ou entité peut en théorie émettre sur le marché du papier monétaire pour financer sa trésorerie. Contrairement aux fonds investis en actions, il n'existe donc pas d'univers stable d'émetteurs cotés constituant l'univers de départ des fonds. Mais en pratique, cette difficulté technique peut être contournée car les émetteurs monétaires sont assez récurrents et leur nombre relativement limité. Il est donc possible de calculer le taux de sélectivité d'un fonds monétaire ISR en partant de l'univers habituel de ces émetteurs monétaire, ce que Novethic requiert pour l'obtention de son Label ISR. Les 9 fonds monétaires labellisés en 2013 présentent ainsi un taux de sélectivité moyen de 43%.

Performance ESG

L'évaluation et la comparaison de la performance extra-financière agrégée des fonds ISR est une question importante pour toutes les classes d'actifs. Les fonds monétaires rencontrent les mêmes difficultés méthodologiques que l'ensemble des fonds ISR pour construire des indicateurs concrets ou agrégés permettant de comparer leurs performances ESG à celles de fonds équivalents non ISR et de les comparer entre eux³. De plus, il est impossible de comparer la performance ESG d'un fonds monétaire ISR à son benchmark comme pour les autres classes d'actifs, ces fonds ayant le plus souvent comme benchmark l'EONIA. Il s'agit du taux de référence quotidien des dépôts interbancaires servant de base pour évaluer leurs performances financières. S'agissant d'un composite de taux, l'EONIA n'a pas d'entreprises en sous-jacents et est donc par nature sans caractéristiques ESG propre. Pour évaluer ces fonds, il faut alors déterminer un autre benchmark, par exemple l'univers d'investissement monétaire global utilisé pour le calcul du taux de sélectivité ou un autre fonds monétaire non ISR. Or peu de gérants monétaires ISR publient ce type d'indicateurs.

Transparence

Comme pour les autres classes d'actifs ISR, la transparence sur l'intégralité des portefeuilles monétaires ISR semble primordiale, d'autant que ces fonds sont souvent composés de multiples lignes et font régulièrement intervenir des produits dérivés. En conséquence, la publication des 10 premières lignes des fonds n'est que peu significative. Seuls les fonds labellisés par Novethic respectent bien cette exigence, mais ils ne représentent qu'une faible part des encours du monétaire ISR (16% des fonds monétaires ISR ouverts au 31 décembre 2013).

Il semble donc important que le monétaire ISR offre davantage de gages de crédibilité, en termes de traçabilité et de transparence. Cela permettrait peut-être à ses promoteurs de trouver de nouveaux clients, en particulier institutionnels, alors que le monétaire ne représente aujourd'hui que 7 % des encours ISR en gestion dédiée.

³ Voir l'étude *Quels indicateurs pour mesurer la performance ESG des investissements ?*, Novethic, janvier 2013.

Conclusion

- En 2013, les encours des fonds monétaires ISR représentent 54% des fonds ouverts déclarés ISR en France. Cette part de marché en fait l'une des clefs de la croissance en volume de l'ISR. Il est donc crucial que le monétaire ISR puisse bénéficier d'un processus ISR rigoureux.
- Les émissions monétaires sont récurrentes et concernent plusieurs secteurs d'activité. Les gérants disposent donc d'un univers d'investissement ESG stable. Le processus de sélection peut dès lors être similaire aux processus ISR mis en œuvre pour les autres classes d'actifs.
- La principale difficulté pour les fonds monétaires consiste à affiner l'évaluation ESG des émetteurs. Alors que le secteur financier représente en moyenne la moitié des portefeuilles, les notations ESG disponibles ne rendent pas forcément compte de la gouvernance complexe de ce secteur ainsi que de ses impacts environnementaux et sociaux indirects. De plus, la logique d'assimilation qui consiste à attribuer la performance ESG de leur maison mère à certains émetteurs monétaires, ou celle de leur État à certaines grandes entreprises publiques, nuit à la crédibilité du monétaire ISR.
- Entre 2009 et 2013, les fonds monétaires ISR n'ont pas réellement gagné en maturité. Les investisseurs considèrent sans doute que leurs faibles performances financières ne permettent pas le développement d'analyses ESG spécifiques. Ces fonds constituent malgré tout des volumes ISR importants qui justifieraient un effort supplémentaire.

L'ESSENTIEL SUR

LES FONDS MONETAIRES **ISR**

Juillet 2014

Une note du centre de recherche sur l'Investissement Responsable de Novethic