

INTÉGRATION DES ENJEUX ESG:

Quelles pratiques

pour quels objectifs ?

novethic

UNE FILIALE CAISSE DES DÉPÔTS ■

© **Novethic 2010**

Toute reproduction intégrale ou partielle des contenus de ce document doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.

Sommaire

Objectifs de l'étude.....	3
I. L'intégration ESG.....	6
Définition et terminologies.....	6
Un cadre international porteur : les PRI.....	6
Historique et portée internationale de l'intégration ESG.....	7
II. Les leviers de l'intégration ESG.....	8
Rentabiliser l'analyse extra-financière.....	8
... ou préserver sa réputation.....	8
Un enjeu commercial.....	9
La crise financière, un levier supplémentaire.....	9
III. Traduction concrète de l'intégration.....	10
De l'éthique à l'intégration ESG.....	10
L'analyse normative comme outil de gestion des risques de réputation.....	10
Second souffle pour les exclusions sectorielles.....	11
Analyse ex post : évaluer la qualité ESG d'un fonds non contraint à l'ISR.....	13
L'ESG intègre l'analyse financière.....	13
Diffusion d'information ESG : la tendance s'intensifie.....	13
Impact des considérations ESG sur l'analyse financière.....	15
IV. Fonds ISR identifiés et gestions ESG à géométrie variable.....	17
Une systématisation des processus manque à l'intégration ESG.....	17
Un périmètre d'application clairement défini pour l'ISR.....	18
V. Vers la généralisation de l'intégration ESG ?.....	20
De l'intégration ESG à l'ISR.....	20
L'allocation stratégique, prochaine cible de l'intégration ESG ?.....	21
Les obstacles à la généralisation de l'ESG.....	22
Analyse extra-financière, innovation en évolution.....	22
Obstacles organisationnels.....	23
Contraintes techniques de la gestion de portefeuille.....	23
Recherche de la performance financière.....	24
Conclusion.....	25
Panel interrogé.....	26

Cette étude est disponible en anglais sur [Novethic.com](http://www.novethic.com). Cliquez ici pour la consulter : http://www.novethic.com/novethic/v3_uk/upload/ESG_Integration_2010.pdf

Objectifs de l'étude

De l'ISR à l'intégration ESG : Quel lien ? Quel périmètre ? Quelles règles ?

Parallèlement au marché bien identifié des fonds ISR (Investissement Socialement Responsable), se sont développées de nouvelles pratiques que l'on qualifiera ici d'*intégration ESG*. Elles consistent à prendre en considération des enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans le cadre de gestions financières traditionnelles. Ces pratiques peuvent apparaître au premier abord comme une forme d'aboutissement pour l'ISR, qui quitterait ainsi sa position de niche pour gagner l'ensemble de la gestion financière.

Récemment, certaines sociétés de gestion ont commencé à mettre en avant ces démarches dans leur communication. Elles sont appliquées de façon plus ou moins systématique à l'ensemble des encours détenus mais cela représente aujourd'hui au moins 2460 milliards d'euros d'actifs en France¹, ce qui est considérable. À titre de comparaison, Novethic évaluait à 66 milliards d'euros les encours concernés par l'intégration ESG fin 2008.

Cependant, les actifs faisant l'objet de cette intégration ESG sont gérés avec des contraintes extra-financières moindres que les fonds ISR et les pratiques sont très variables d'un gérant à un autre.

Ceci génère une nouvelle problématique de comptabilité de ce que l'on appelle le marché de l'ISR (*voir encadré ci-dessous*) et de compréhension de ce que les acteurs financiers mettent effectivement en œuvre pour prendre en compte les enjeux ESG dans le cadre de leur gestion financière. En effet, alors que seuls quelques acteurs comme l'ERAFP² pouvaient prétendre jusqu'ici à une gestion 100% ISR, de plus en plus nombreux sont ceux qui se prévalent d'une application des critères ESG à l'ensemble de leurs actifs financiers.

Données statistiques sur l'ISR.

En France, Novethic mesure chaque année les évolutions du marché de l'ISR en procédant à une enquête auprès de tous les acteurs concernés. À l'échelle européenne, l'association professionnelle Eurosif produit tous les deux ans une étude qui agrège les données de marché des pays européens actifs en ISR. Ces dernières années l'apparition des pratiques d'intégration ESG a commencé à être relevée dans ces études. Ceci soulève néanmoins la question de ce que recouvre l'intégration ESG et quelle est la frontière qui la sépare de l'ISR.

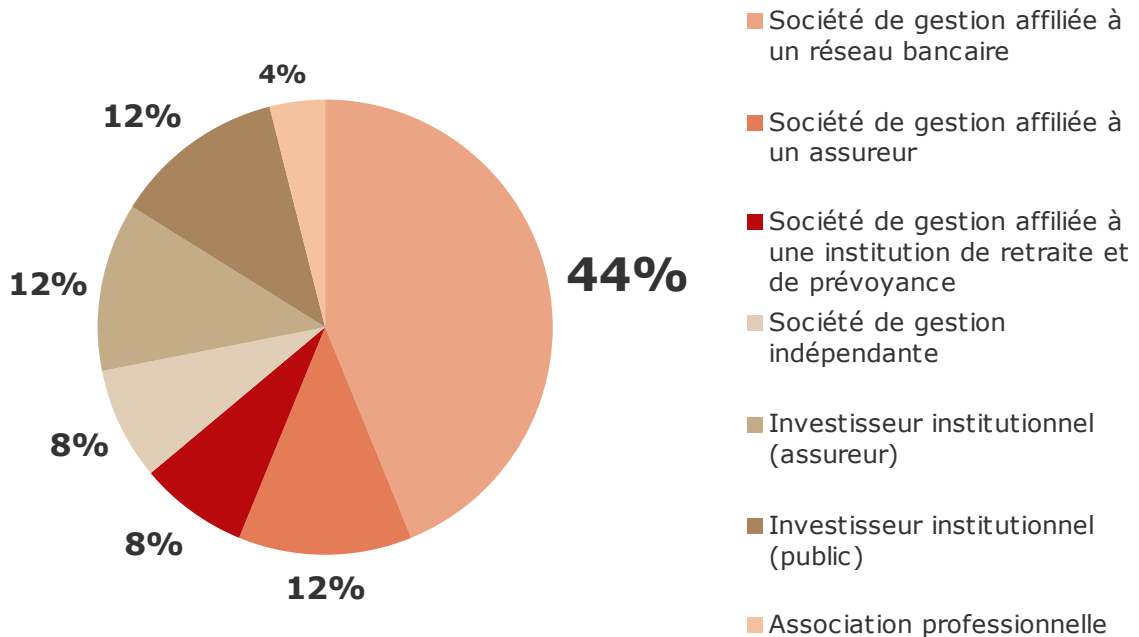
Ce contexte en évolution rapide a conduit le centre de recherche ISR de Novethic à dresser un état des lieux des pratiques d'intégration ESG existantes. L'objectif est de les

¹ Ce chiffre correspond au total des encours déclarés par les acteurs interrogés comme faisant l'objet de l'une ou l'autre des pratiques d'intégration ESG abordées dans cette étude

² Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique

distinguer des pratiques d'investissement socialement responsable tout en les catégorisant dans la mesure du possible.

Pour ce faire, Novethic a procédé, entre décembre 2009 et février 2010, à l'interview d'une trentaine d'acteurs³, sociétés de gestion ou investisseurs institutionnels, en s'appuyant sur ce que la littérature et des études sur l'ISR avaient pu jusqu'ici identifier comme pratiques d'intégration ESG en France.



Répartition des acteurs interrogés

³ Voir liste en annexe

I. L'intégration ESG

Définition et terminologies

Au cours de la dernière décennie, le développement durable, et en particulier des enjeux devenus incontournables comme le réchauffement climatique ou la gouvernance d'entreprise, se sont forgé une place au sein de la sphère financière. Les acteurs financiers ont développé une offre de niche en concevant des fonds d'Investissement Socialement Responsable (ISR) et en s'efforçant d'affiner progressivement leur analyse de ces enjeux extra-financiers. Ces fonds ISR explicitement identifiés ont un temps répondu aux attentes d'investisseurs institutionnels de plus en plus soucieux de limiter leur exposition à des investissements controversés.

Plus récemment, les gestions d'actifs traditionnelles, dites *mainstream*, ont également commencé à s'approprier certains enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG), mais de façon bien moins systématique que ce qui est mis en œuvre dans le cadre des fonds ISR. On a alors parlé d'*intégration ESG*⁴ ou de « *mainstreaming* » pour qualifier ces pratiques.

Aujourd'hui, alors que de telles démarches se répandent, il reste difficile de les définir précisément. Pour clarifier les concepts et avant de rentrer dans les démarches concrètes mises en œuvre en matière d'intégration ESG, il convient de les distinguer de l'ISR. En effet, contrairement à l'ISR qui implique une prise en compte systématique de multiples critères ESG dans les décisions d'investissement, l'intégration ESG se pratique au cas par cas, le plus souvent en ne prenant en compte que les enjeux extra-financiers considérés comme ayant un impact direct sur la performance d'une entreprise à moyen-long terme.

Un cadre international porteur : les PRI

Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) ont été lancés en 2006 sous l'égide des Nations Unies, par des investisseurs désireux de voir les marchés financiers intégrer les enjeux ESG. Les PRI se déclinent en six principes dont le premier est un engagement explicite à intégrer ces enjeux puisqu'il se décline ainsi : « Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissements ». Dès lors, devenir « *PRI compliant* »⁵ est un argument mis en avant pour structurer une démarche ESG par ceux qui ont adopté ces principes ou songent à le faire.

Si l'engagement à signer les PRI est volontaire, les signataires doivent rendre compte chaque année de leur avancement en termes d'intégration des enjeux ESG, ce qui crée une dynamique de comparaison des pratiques.

Les PRI sont donc un levier et un bon relais international pour la diffusion des pratiques d'intégration ESG.

⁴ Cette dénomination est la plus fréquemment utilisée par les acteurs interrogés dans le cadre de cette étude, et sera donc retenue pour la suite.

⁵ En conformité avec les Principes pour l'Investissement Responsable

Depuis 2006, de nombreux acteurs financiers ont adhéré à la démarche et, aux investisseurs institutionnels initialement seuls concernés, se sont ajoutés de nombreuses sociétés de gestion ainsi que des fournisseurs de services financiers.

On compte aujourd'hui 703 signataires (dont 46 français), répartis entre 199 investisseurs institutionnels (4 en France), 368 sociétés de gestion (35 en France) et 136 fournisseurs de services (7 en France) qui représentent ensemble plus de 18 000 milliards de dollars d'actifs.

Les PRI ont également ouvert l'application de l'intégration ESG aux différents métiers de la gestion d'actifs. Ainsi, l'investissement immobilier, le *private equity* ou l'investissement dans les pays émergents font l'objet de groupes de réflexion dédiés au sein de l'organisation.

Il est par ailleurs intéressant de vérifier, grâce au reporting effectué dans le cadre des PRI, la distinction entre ISR et intégration ESG. En 2009, l'enquête annuelle « PRI Report on Progress » précisait que 22% des sociétés de gestion ayant répondu se sont déclarées comme des « gérants ISR » et 78% comme pratiquant de l'intégration ESG (*mainstream managers*). Les scores d'intégration de critères ESG dans la gestion d'actifs obtenus par les gérants ISR sont en moyenne bien meilleurs. Cela s'explique par :

- L'antériorité de l'ISR sur l'intégration ESG.
- Le fait que les gérants ISR intègrent de façon méthodique les enjeux ESG dans leur processus d'investissement, alors que les gérants *mainstream* ont tendance à avoir des objectifs multiples et un arbitrage moins net entre enjeux ESG et considérations financières traditionnelles.

Historique et portée internationale de l'intégration ESG

Pour la plupart des acteurs interrogés, les démarches d'intégration ESG sont relativement récentes. Les précurseurs français déclarés (Groupama Asset Management, Prado Épargne Gestion) ont lancé leurs premières démarches concrètes à partir de 2003, mais c'est bien plus récemment, à l'instar de la nouvelle stratégie adoptée en 2008 par le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), que l'intégration ESG s'est répandue chez les investisseurs institutionnels comme dans les sociétés de gestion. Ainsi, parmi les acteurs interrogés pour cette étude, seuls un cinquième d'entre eux avaient initié des démarches d'intégration ESG avant 2006, alors que plus de la moitié l'ont fait depuis 2008.

Le reporting effectué dans le cadre des PRI⁶ permet d'observer que l'intégration ESG n'est pas un phénomène réservé aux investisseurs des pays occidentaux puisqu'elle compte des adeptes brésiliens (40 signataires) ou sud-africains (30 signataires). Par ailleurs, il montre aussi que :

- les pays d'excellence en termes de pratique sont le Canada avec 40 signataires enregistrant de très bons scores, le Royaume-Uni (82 signataires), la Suisse (36) et la France (44) ;
- les investisseurs institutionnels, signataires des PRI, ont de meilleurs scores que les sociétés de gestion au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Scandinavie.

⁶ Le processus d'évaluation des signataires donne lieu chaque année à la publication d'un rapport d'analyse synthétique, le « PRI Report on Progress ». Il est ici fait référence à celui publié en 2009

II.

Les leviers de l'intégration ESG

Pour mieux comprendre les pratiques d'intégration ESG mises en œuvre dans la sphère financière, il convient d'analyser les motivations qui ont conduit à leur développement rapide.

Rentabiliser l'analyse extra-financière...

Achat d'analyse provenant d'agences de notation spécialisées, recrutement en interne d'équipes d'analyse extra-financière dédiées, les moyens mis en œuvre pour gérer des fonds ISR - ne représentant qu'une part minoritaire des encours gérés⁷ - sont significatifs. Par ailleurs, le développement d'une analyse spécialisée a permis de constater que certains enjeux extra-financiers clés (sectoriels, conjoncturels, géographiques) revêtent une dimension économique incontournable. Dès lors, l'intégration ESG répond clairement pour les sociétés de gestion de portefeuilles à un double enjeu :

- « amortir » les investissements réalisés pour la mise en place d'une gestion ISR ;
- faire face à l'évolution de leurs obligations fiduciaires : il s'agit d'identifier les critères ESG « matériels »⁸ et d'évaluer comment un titre donné y est exposé. Rappelons à ce sujet que le rapport Freshfield, paru en 2005 pour le compte de l'UNEP-FI et actualisé en 2009 sous le titre *Fiduciary 2* a identifié que dans plusieurs pays, les gérants qui ignoraient les enjeux ESG risquaient d'être attaqués en justice par leurs clients pour négligence sur des facteurs impactant la valorisation de long terme de leurs actifs.

Ceci concerne particulièrement la gestion obligataire, où les enjeux ESG sont de plus en plus fréquemment perçus comme des facteurs de risques à intégrer directement dans la valorisation des entreprises.

Parallèlement, les sociétés de gestion laissent volontiers aux fonds ISR le rôle de répondre à des préoccupations d'ordre plus éthique.

Si certains investisseurs institutionnels, notamment les assureurs pour qui la maîtrise des risques est un enjeu clé de long terme, ont un intérêt pour des enjeux ESG dont la matérialité est avérée, les considérations conduisant les investisseurs institutionnels à intégrer les enjeux ESG sont souvent de tout autre nature.

... ou préserver sa réputation

Pour la plupart des investisseurs institutionnels, l'intégration ESG répond en effet davantage au souhait d'une mise en conformité des pratiques de gestion financière avec les valeurs portées par la société mère. Ces acteurs cherchent, en général, à se prémunir face au risque de réputation et à la menace de controverses qui pourraient entacher leur

⁷ En France, les fonds ISR de droit français représentent 2.39% du total des actifs gérés. Source : *L'Indicateur ISR 2009 Novethic*, janvier 2010.

⁸ La matérialité d'un enjeu ESG désigne son impact attendu sur le comportement économique, financier ou boursier d'un émetteur de titres donné (entreprise, État...).

image de marque. Les institutions paritaires, mutualistes ou publiques, dont les valeurs sociétales sont souvent mises en avant dans leur communication, considèrent que ce risque est réel. Pourtant, les médias français s'emparent jusqu'ici assez rarement du sujet, alors que dans plusieurs pays scandinaves, les choix de placement des fonds de pension peuvent faire la une des journaux. En France, on observe cependant des campagnes émanant d'ONG comme les Amis de la Terre ou Amnesty International qui ciblent spécifiquement les acteurs financiers, banques et assurances en tête, et cultivent ainsi l'idée que ces professions ne sont pas moins exposées à des controverses que les multinationales industrielles.

Un enjeu commercial

Ce décalage entre les motivations des investisseurs institutionnels et celles des sociétés de gestion est d'autant plus saisissant que tous s'accordent à dire que l'intégration ESG a fait une forte percée dans le cadre de la relation commerciale qui les lie. Ainsi, une majorité des sociétés de gestion interrogées a noté l'apparition de demandes de clarifications sur les pratiques d'intégration ESG dans la quasi-totalité des appels d'offres de mandats de gestion institutionnelle depuis deux ans. Par ricochet, les commerciaux des sociétés de gestion, les équipes répondant aux appels d'offres et a fortiori les directions deviennent demandeurs vis-à-vis des gérants, y compris dans des maisons où l'ISR n'avait pas trouvé sa place jusqu'ici.

On notera cependant que la plupart des appels d'offres émanant des investisseurs institutionnels ne comprennent pas encore d'exigence de démarche d'intégration ESG et encore moins d'approche ISR structurée, mais plutôt des interrogations quant aux capacités des gérants à évaluer les enjeux extra-financiers. C'est d'ailleurs ce niveau d'attente assez peu précis qui peut vraisemblablement expliquer le décalage entre les investisseurs et les gérants, et la variété des pratiques d'un acteur à l'autre.

La crise financière, un levier supplémentaire

Un autre argument qui milite en faveur de l'intégration ESG est mis en avant par quelques gérants et concerne les implications de la crise financière : suite aux revers subis depuis 2007, certains clients mais aussi des dirigeants de sociétés de gestion, commencent à accepter l'idée de rendements plus modérés à court terme, en misant sur le long terme. Ainsi, chez Groupama AM, on confirme que si une démarche d'intégration ESG appliquée à de la gestion monétaire peut faire perdre quelques points de base à très court terme notamment en excluant certains instruments complexes, le client doit pouvoir accepter ce léger écart en comprenant que cela réduit le risque de défaut des émetteurs.

Les leviers encourageant les acteurs financiers à intégrer les enjeux ESG dans leurs considérations d'investissement sont croissants et multiples. On pourra cependant s'étonner du fait que le désir de faire progresser la prise en compte du développement durable par les entreprises ne soit quasiment jamais avancé, et lorsqu'il l'est, ce soit plutôt en évoquant l'engagement actionnarial ou l'investissement dans des poches thématiques à caractère durable. Ces pratiques parallèles ne font pourtant pas réellement partie de ce qui est considéré par ces acteurs comme de l'intégration ESG.

III.

Traduction concrète de l'intégration

Le concept d'intégration ESG est peu normé et peut, par conséquent, recouper des pratiques diverses. Il convient donc d'en aborder les caractéristiques concrètes afin de mieux en cerner les avantages et les limites. L'interview de nombreux adeptes de l'intégration ESG permet de regrouper les pratiques selon deux axes principaux :

- celles concernant la gestion de risque de réputation ;
- celles ayant pour objectif la prise en compte de critères ESG comme complément à l'analyse financière traditionnelle.

De l'éthique à l'intégration ESG

L'analyse normative comme outil de gestion des risques de réputation

Dans le cadre de la gestion des fonds ISR, l'approche normative vise à identifier les entreprises ou les États coupables de violation avérée et répétée d'une norme fondamentale en matière de droits de l'homme (Conventions de l'Organisation Internationale du Travail (OIT) portant sur le travail forcé, le travail des enfants, la non-discrimination et la liberté syndicale), d'environnement ou de gouvernance. Elle conduit généralement à exclure les émetteurs ainsi identifiés. Pour les gérants, elle offre l'avantage de ne restreindre que très peu les univers investissables et donc les opportunités de *stock-picking*⁹. Ainsi, contrairement à l'approche de sélection qui vise à optimiser les investissements sur leurs caractéristiques rendement/risques extra-financiers, ce qui reste difficile à évaluer, l'approche normative vise uniquement à se prémunir de risques de réputation, dont l'importance croît pour les investisseurs institutionnels, et plus particulièrement les banques et les assurances, de plus en plus interpellés par les ONG sur le financement de grands projets ou celui de l'industrie de l'armement. C'est pourquoi ce type d'approche normative est mis en œuvre par un nombre croissant de sociétés de gestion. Elles peuvent s'appuyer sur des services d'alertes normatives internes ou externes qui couvrent des univers de titres particulièrement larges avec un coût modéré, ce qui permet de répondre aux attentes des clients institutionnels sans trop de contrainte supplémentaire.

À ce jour, Novethic recense 4 acteurs français ayant une approche de ce type, 5 autres projetant de le faire pour 2010, ce qui devrait représenter à terme 970 milliards d'euros d'actifs (contre 110 milliards d'euros début 2010).

Allianz Global Investors France est l'un des premiers acteurs de la gestion d'actifs à avoir mis en place une telle démarche. Le respect des droits de l'homme y est un critère discriminant pour l'ensemble des portefeuilles actions depuis 2005, ce qui revient à exclure 27 valeurs du MSCI EMU, soit 9% du nombre de titres investissables.

⁹ Le *stock-picking*, ou « sélection de valeurs », est à la fois un style et une philosophie d'investissement. Il s'agit d'une technique de sélection de ses investissements en fonction uniquement de caractères liés à l'entreprise et non au marché boursier ou à des objectifs d'allocation d'actifs. De par sa nature, le *stock-picking* s'oppose clairement aux différentes gestions indiciaires qui se contentent d'essayer de dupliquer la performance d'un indice ou d'un marché.

Plus récemment, depuis 2009, le FRR (Fonds de Réserve pour les Retraites) a souscrit au service Convention Watch proposé par l'agence britannique EIRiS, en vue de procéder à une analyse normative de l'ensemble de ses fonds gérés via des mandats de gestion déléguée (titres d'entreprises). Cette analyse doit aider le Fonds à organiser un dialogue avec les émetteurs et pourra conduire, en dernier recours, à des désinvestissements. À la MAIF, où les obligations d'États sont majoritairement gérées en direct, les normes de l'OIT, le protocole de Kyoto et les objectifs du millénaire de l'ONU servent de socle pour une analyse normative, également mise en place depuis 2009.

Chez Amundi (issue de la fusion entre CAAM et SGAM), l'approche normative est déjà utilisée pour des fonds ISR et il est envisagé d'étendre la démarche à la gestion *mainstream*. Société Générale Gestion (ex SGAM) partage cette opinion. Le rapprochement de ces deux entités au sein d'Amundi devrait donc logiquement ouvrir la voie à des pratiques d'exclusion normative chez un acteur qui, à lui seul, gère plus de 20 fois l'équivalent du marché français de l'ISR !

De leur côté, les investisseurs institutionnels étrangers se montrent particulièrement intéressés par ce type d'approche, à l'instar de la démarche mise en œuvre par le fonds souverain norvégien et de nombreux fonds de pension nordiques.

Second souffle pour les exclusions sectorielles

Approche historique de l'ISR puisqu'ayant d'abord été employée dans le cadre des fonds éthiques, l'exclusion de certains secteurs d'activité retrouve aujourd'hui de nouvelles applications dans le cadre de l'intégration ESG à la gestion *mainstream*. Les secteurs initialement exclus pour des raisons morales (tabac, alcool, armement) ne sont cependant que rarement considérés dans leur intégralité. En effet, à l'exception de la MAIF qui est le seul investisseur à avoir toujours exclu le secteur de l'armement, ce sont davantage des sous-secteurs d'activité faisant l'objet d'une controverse spécifique qui sont la cible de ces exclusions.

On retiendra en particulier :

- l'exclusion de secteurs tels que l'exploitation d'énergies fossiles, les OGM et la chimie lourde par la Financière de Champlain, spécialiste de la gestion thématique (environnement, santé) ;
- le refus de la spéculation alimentaire par CNP Assurances, plutôt dans le cadre des fonds alternatifs (stratégies matières premières) que de la gestion actions classique, et une réflexion sur des critères d'exclusion portant sur les enjeux ESG cruciaux de chaque secteur ;
- une réflexion spécifique d'une société de gestion sur l'exclusion de la production d'huile de palme, à la suite d'une demande d'ONG environnementales adressée à sa maison mère.

Armements controversés : le cas des mines antipersonnel et des bombes à sous-munitions.

À la croisée entre l'exclusion normative et l'exclusion sectorielle, on trouve l'exclusion de la production et de la commercialisation des mines antipersonnel ainsi que des bombes à sous-munitions.

En 1997 était négociée à l'échelle internationale la **Convention d'Ottawa** interdisant l'utilisation, le stockage, la production et le transfert des mines antipersonnel (MAP). Elle a depuis été ratifiée par 154 États dont les États européens (à l'exception de la Pologne, qui a signé le traité mais ne l'a pas ratifié), mais pas les États-Unis. Dix ans plus tard, le **Traité d'Oslo** visant l'interdiction et l'élimination des bombes à sous-munitions (BASM), a été signé par 104 États et ratifié par 30 d'entre eux, dont les États de l'Union Européenne mais toujours pas les États-Unis. Le seuil de signataires et d'États « parties¹⁰ » atteint lui permettra d'entrer en vigueur le 1^{er} août 2010.

Ces traités, portant sur des formes d'armement particulièrement intolérables, car dévastatrices pour les populations civiles même après la fin des conflits, ont incité des ONG, tout d'abord en Belgique puis dans d'autres pays d'Europe, à lancer des campagnes visant directement les investisseurs susceptibles de financer de telles industries. Elles ont entraîné des acteurs comme Axa à définir des politiques de non investissement dans de telles entreprises. Dexia a même décidé d'exclure, en sus des MAP et BASM, toute entreprise impliquée dans l'industrie des armes à uranium appauvri. Ces campagnes ont été relayées par la presse et ont conduit la Belgique, un des premiers signataires des traités d'Ottawa et d'Oslo, à interdire de tels investissements à tous les acteurs financiers opérant sur son territoire. Aux Pays-Bas, c'est l'émission de télévision Zembla TV qui a dénoncé les investissements de grands fonds de pension dans des entreprises produisant des bombes à sous-munitions et des mines antipersonnel. La polémique qu'elle a créée parmi les Hollandais a finalement poussé ces fonds à revoir leurs politiques d'investissement et à se conformer à ces traités internationaux signés par les Pays-Bas.

À ce jour, 5 investisseurs institutionnels et 8 sociétés de gestion interrogés par Novethic, représentant plus de 2 200 milliards d'euros d'actifs, disent avoir mis en œuvre pour l'ensemble de leurs fonds (hors mandats de gestion sauf demande spécifique des clients, et gestion indicielle), l'exclusion des entreprises violant ces deux traités. Au sujet de la gestion indicielle, certains suggèrent que les ONG à l'origine de cette campagne devraient également faire pression sur les producteurs d'indices financiers, car de nombreux fonds seraient impactés et il s'agirait d'un levier financier considérable pour cette démarche.

Les investisseurs concernés sont assez peu transparents sur la mise en œuvre de cette exclusion sectorielle et la liste des émetteurs incriminés. La Banque Postale Asset Management fait figure d'exception en présentant sa démarche en détail ainsi que la liste des entreprises exclues sur son site internet.

Ces exclusions normatives et sectorielles sont intéressantes car elles concernent d'importants volumes d'actifs et ouvrent la voie à une réelle complication de l'accès aux capitaux pour certains domaines d'activités aux externalités extra-financières particulièrement néfastes.

¹⁰ Les États « parties » sont ceux ayant ratifié le Traité.

Analyse ex post : évaluer la qualité ESG d'un fonds non contraint à l'ISR

D'un point de vue technique, le fait que la plupart des sociétés de gestion aient aujourd'hui accès à des univers d'analyse ESG relativement larges (au moins les grandes capitalisations européennes) leur permet d'évaluer la qualité extra-financière de nombreux portefeuilles actions classiques (Amundi parle ainsi d'« empreinte ESG »). La régularité et le caractère systématique de telles notations varient beaucoup d'une société de gestion à l'autre, en fonction des attentes et des objectifs internes et des attentes des clients institutionnels notamment, mais 90% des acteurs interrogés disposent aujourd'hui de cette possibilité.

Si ce type de démarche n'impacte pas directement la gestion financière d'un fonds, elle a une influence concrète qui peut prendre plusieurs formes :

- avertir un gérant des risques extra-financiers les plus saillants encourus dans le cadre de sa gestion ;
- évaluer les caractéristiques ESG de fonds non ISR, ce qui peut conduire à la conversion à l'ISR de certains OPCVM affichant de bonnes notes ESG (ce qu'a fait OFI AM pour deux fonds importants en 2009) ou permettre de proposer ce type d'évolution à un client dans le cadre d'une gestion dédiée ;
- définir un objectif d'amélioration ou de sélection des « mieux-disants » ESG sans que cela prenne le pas sur les considérations financières (cette pratique est celle de BNP Paribas Assurance pour son fonds en euros de 65 milliards d'euros).

Ce premier volet de pratiques répond directement aux préoccupations des investisseurs institutionnels soucieux de maîtriser leur réputation et d'éviter les controverses auxquelles pourraient les exposer leurs politiques d'investissement. D'une certaine manière, cela rappelle les premières étapes des fonds ISR, lorsque des institutions intéressées par le caractère socialement acceptable de leurs placements (notamment des congrégations religieuses) s'interrogeaient sur les pratiques des entreprises qu'elles détenaient et tâchaient d'écartier les secteurs les plus critiquables.

L'ESG intègre l'analyse financière

De leur côté, les sociétés de gestion ont aujourd'hui déployé des démarches tendant à intégrer des externalités ESG dans la valorisation des titres et à quantifier dans quelle mesure certains enjeux ESG impactent le couple rendement-risque d'un titre donné. Pour ce faire, elles développent l'analyse ESG et s'efforcent de la diffuser à l'ensemble de leur gestion d'actifs.

Diffusion d'information ESG : la tendance s'intensifie

Depuis plusieurs années, la constitution d'équipes internes qui se consacrent à l'étude des enjeux ESG permet une sensibilisation progressive des équipes financières. Ces équipes spécialisées communiquent au quotidien avec les gérants et analystes financiers en participant à des réunions internes ou aux réunions d'échanges avec les entreprises, notamment celles organisées par des courtiers. Cette sensibilisation ESG est aujourd'hui combinée avec des éléments plus structurés. La plupart des acteurs interrogés (76%) disent ainsi mettre de l'information ESG à disposition de l'ensemble de leurs gérants et analystes financiers. Deux autres sociétés de gestion prévoient de le faire en 2010 (cela concernerait alors 84% de notre panel). Ceci s'opère à travers :

- la mise à disposition de fiches d'analyse internes ;

III. TRADUCTION CONCRÈTE DE L'INTÉGRATION

- la mise à disposition d'une base de données dédiée à la recherche extra-financière pour l'ensemble des équipes ;
- la construction d'une matrice permettant de visualiser simultanément par secteur d'activité les opinions financières et ESG concernant l'ensemble des entreprises du secteur. Inter Expansion, société de gestion du groupe de prévoyance Aprionis, a fait ce choix ; sur le secteur automobile, cela donne par exemple¹¹ :

		Analyse financière		
		Positif	Neutre	Négatif
Analyse ISR	Positif	BMW Michelin	Scania	
	Neutre		Fiat Pirelli Renault	Valeo Volkswagen
	Négatif		Daimler Peugeot	

- l'intégration de données ESG clés (notamment les ratings) directement dans les tableaux de bord financiers des gérants. Trois sociétés de gestion importantes (Amundi, Groupama AM et Natixis AM) dont les actifs cumulés représentent plus de 800 milliards d'euros ont d'ores et déjà mis en place de tels outils. Chez Amundi en particulier, les analystes extra-financiers ont développé une base de données en interface avec la plateforme de gestion classique afin que tous les gérants d'Amundi aient accès aux notes ESG des entreprises, voire d'autres émetteurs (États, financières...), au même titre que les notes financières et crédit.

Le mode d'organisation des équipes est un autre moyen de favoriser la diffusion d'information ESG. Ainsi, dès 2003 chez Groupama AM, les équipes d'analyse extra-financière et d'analyse crédit ont été regroupées dans le même département. Chez Inter Expansion, l'équipe de recherche ISR travaille, depuis 2008, au sein de la gestion actions. De leur côté, HSBC Global Asset Management ou Dexia AM disposent d'un département dédié à l'analyse extra-financière composé d'experts afin de nourrir au mieux les gestions ISR et traditionnelle. Dexia AM met ainsi en avant la recherche conjointe des analystes financiers et extra-financiers concernant l'impact des enjeux ESG sur la valeur de long terme des entreprises. Enfin, le groupe Amundi a choisi de regrouper l'expertise en matière d'analyse et de recherche extra-financières au sein de sa filiale spécialisée IDEAM. Pour ce qui est de la gestion, des « gérants ISR » sont intégrés directement au sein des différentes équipes de gestion *mainstream*.

La participation conjointe à des comités internes peut également nourrir le dialogue entre acteurs ISR et financiers non avertis. Qu'il s'agisse de comités dédiés aux questions extra-financières auxquels sont invités les gérants *mainstream* (chez Agicam ou Dexia AM par exemple) ou de la présence des spécialistes ISR lors des comités d'investissement (chez Fédéris Gestion d'Actifs ou Inter Expansion), la régularité de telles réunions, qu'elles soient hebdomadaires ou trimestrielles, et l'échange direct qui s'y opère en font un excellent terrain de débat et donc de sensibilisation aux enjeux ESG.

¹¹ Source : Inter Expansion

Chez CNP Assurances, le système est original puisqu'il n'y a pas d'analystes extra-financiers internes. C'est un dialogue entre équipes développement durable et équipes financières (direction financière en interne et gérants externes puisqu'il s'agit d'une gestion déléguée) qui nourrit des échanges très concrets sur l'intégration ESG.

Enfin, des sociétés de gestion comme HSBC Global Asset Management ont décidé de diffuser la culture ESG aux gérants *mainstream* via des programmes de formation comme « Enlightened Self-Interest - Solutions for Responsible Investors », une session d'1h30 sur l'investissement responsable développée par Responsible Investment Association Australasia (RIAA) qui est proposé aux gérants. Amundi intègre les enjeux ESG dans un cycle de conférences proposées dans le cadre des « Campus d'Amundi », accessibles à l'ensemble du personnel.

Impact des considérations ESG sur l'analyse financière

Plusieurs approches coexistent à ce niveau. Les plus fréquentes sont celles visant à intégrer les enjeux extra-financiers spécifiques dont la matérialité est avérée :

- la détection des entreprises ou des États considérés comme particulièrement exposés à un risque ESG identifié par l'analyse extra-financière, le plus souvent sur la gouvernance, avec l'objectif de les écarter de l'univers investissable. On parle ainsi de *minesweeping* chez HSBC Global Asset Management, de liste noire à la Financière de Champlain, ou de recherche des risques extrêmes chez Agicam ;
- la recherche des entreprises les mieux positionnées face à un enjeu sectoriel clé. L'idée sous-jacente à cette analyse est d'identifier les acteurs qui sont suffisamment proactifs vis-à-vis d'un enjeu ESG donné pour le transformer en un avantage concurrentiel ;
- la recherche d'entreprises présentant une dynamique d'amélioration significative, approche qualifiée de *best effort*¹² qui consiste à déceler des évolutions porteuses de valeur à moyen-long terme, cette dernière approche pouvant aussi être combinée à l'identification de potentiels de détérioration entraînant un risque de dévalorisation (double approche mise en avant par Axa IM).

Nombre d'acteurs interrogés mènent ainsi des travaux de recherche sur les critères clés à prendre en compte systématiquement. L'objectif est de les intégrer dans l'évaluation des risques, en particulier au sein de la gestion de taux, mais cela peut aussi concerner la recherche d'opportunités d'investissement. Il est d'ailleurs important que certains gérants, plutôt que de se focaliser sur la seule gestion de risques extra-financiers, aient aussi en tête le désir d'identifier les entreprises leaders sur les secteurs de demain, ou celles pour lesquelles les démarches ESG sont des relais de croissance et permettront une revalorisation à moyen ou long terme. Cela permet de ne pas réduire l'intégration ESG à la seule contrainte de risques.

D'autres acteurs vont plus loin et intègrent systématiquement la notation ESG des émetteurs dans leur évaluation aux côtés de l'analyse financière. Chez Fédéris GA, société de gestion du groupe de prévoyance Malakoff-Médéric, l'évaluation des entreprises européennes se décompose ainsi : 20% pour la notation ESG, 40% pour la valorisation et 40% pour les perspectives de croissance, ce qui conduit mécaniquement à éliminer la plupart des titres très mal notés d'un point de vue extra-financier. Chez

¹² Les fonds travaillant selon l'approche *best effort* sont ceux qui, plutôt que de privilégier les titres les plus vertueux d'un point de vue ESG, recherchent ceux ayant des pratiques actuelles critiquables mais résolument inscrits dans une démarche d'amélioration tangible.

III. TRADUCTION CONCRÈTE DE L'INTÉGRATION

Financière de l'Échiquier, l'extra-financier représente deux des cinq piliers d'analyse d'une entreprise : la gouvernance, qui conduit aujourd'hui à exclure les pires pratiques de gouvernance et d'opacité est présente dès l'origine ; l'analyse des enjeux environnementaux et sociaux a été mise en place en 2007. Enfin, chez SAM (filiale du groupe Robeco), qui a la particularité de combiner une agence de notation extra-financière et une société de gestion, la valorisation extra-financière est depuis le départ partie intégrante de la valorisation financière, et se traduit par une plus ou moins-value dans l'évaluation des entreprises.

Ces pratiques illustrent la différence de perception de l'intégration ESG qu'ont les clients - les investisseurs institutionnels - et leurs fournisseurs - les sociétés de gestion. En effet, si les sociétés de gestion cherchent à exploiter au mieux la recherche extra-financière issue des fonds ISR pour ajuster la valorisation des titres et les niveaux de risque au regard d'enjeux ESG montants ou déjà incontournables, elles laissent aux fonds ISR le rôle de répondre à des préoccupations morales exprimées par certains de leurs clients. Tout cela préfigure peut être la gestion financière de demain, qui grâce à l'ISR aura su intégrer l'ensemble des enjeux ESG qui ont un impact... financier. Même s'il reste difficile à ce jour d'évaluer précisément l'impact de ces démarches, elles laissent à penser qu'une part non négligeable des gérants est aujourd'hui prête à intégrer de nouvelles considérations qui les rapprochent de l'économie réelle. Il est d'ailleurs particulièrement paradoxal que ces considérations ne soient pas partagées davantage par les investisseurs institutionnels. En effet, l'étude des pratiques et des attentes des investisseurs institutionnels actifs dans ce domaine en France montre bien que les attentes sont toujours très centrées sur les moyens de préserver la réputation d'organisations ayant des valeurs sociales fortement mises en avant. Dans ce contexte, ces investisseurs se focalisent plutôt sur les risques de controverses que sur l'impact des enjeux ESG à moyen-long terme.

IV.

Fonds ISR identifiés et gestions ESG à géométrie variable

La question du volume d'actifs concernés laisse penser que le marché ISR n'a pas atteint la taille critique pour que la prise en compte des enjeux ESG soit valorisée par les marchés financiers. L'intégration ESG concerne des encours beaucoup plus importants mais, même s'il est tentant de vouloir assimiler ISR et intégration ESG pour gonfler les volumes d'actifs, cela n'est pas souhaitable car des différences fondamentales demeurent, et doivent demeurer à l'avenir, pour permettre aux deux démarches de poursuivre leur développement parallèle.

Les différences structurelles entre ISR et intégration ESG sont de deux ordres :

- 1. La mise en œuvre de la sélection de titres : dans l'ISR, elle fait l'objet d'un processus associant systématiquement et de façon contraignante et documentée les aspects ESG et financiers. Pour l'intégration ESG, il s'agit d'une approche non contraignante au cas par cas.**
- 2. Le périmètre d'application : il est clairement identifié pour les fonds ISR, alors que l'intégration ESG concerne une gestion globale aux contours parfois flous.**

Une systématisation des processus manque à l'intégration ESG

Si les sociétés de gestion sont très ouvertes à la diffusion d'informations extra-financières au sein des équipes *mainstream*, elles le sont beaucoup moins quant à la définition d'objectifs précis liés à l'utilisation et la prise en compte systématique des enjeux ESG en complément des considérations financières. C'est pourquoi l'impact effectif de tout le processus de diffusion et de prise en compte des informations extra-financières opéré dans le cadre de l'intégration ESG reste très difficile à évaluer.

Chez certains acteurs, il est pourtant techniquement possible de suivre l'utilisation de l'outil de diffusion d'analyse ESG (en particulier lorsqu'une base de données dédiée a été mise en place), mais aucune société interrogée ne déclare le faire jusqu'ici. Ceci peut être lié à la volonté de pousser les gérants à dialoguer avec les analystes extra-financiers pour une analyse plus pédagogique, plutôt que d'accéder directement à des données dont ils ne maîtriseraient pas forcément la portée. De plus, si les contraintes fixées sont mal comprises, elles ont un risque d'être mal appliquées. Ce dialogue n'est cependant pas quantifiable et se traduit par de vraies difficultés à passer d'une mise à disposition de l'information extra-financière à la définition d'objectifs d'intégration systématique. Seuls deux groupes de notre panel (Groupama AM et la Caisse des Dépôts) incluent dans les critères d'évaluation de leurs équipes des objectifs qualitatifs liés à leur prise en compte des enjeux extra-financiers, ce qui témoigne de ces difficultés.

De leur côté, les fonds ISR restent clairement identifiables, puisqu'ils répondent à un processus documenté, ce qui offre normalement une traçabilité de l'impact des considérations extra-financières sur le processus de gestion.

Autre différence fondamentale, l'intégration ESG porte sur des enjeux extra-financiers dont l'impact économique ou financier est avéré, ce qui peut laisser de côté des enjeux sociétaux majeurs, écueil évité jusqu'ici par l'ISR grâce aux grilles d'analyse globale. Or, pour se focaliser sur quelques enjeux clés, il faut analyser l'impact effectif d'enjeux beaucoup plus nombreux. Chez HSBC Global Asset Management on donne l'exemple du critère de relation avec les communautés locales, souvent considéré comme un enjeu sociétal sans lien économique direct. Or une entreprise d'extraction vient de se voir refuser le droit de continuer ses opérations en Bolivie à la suite de plaintes de communautés locales remontées jusqu'au gouvernement national. Dans ce cas, l'analyse des seuls critères incontournables (quotas de CO₂, pollutions majeures...) n'était pas suffisante pour une bonne intégration ESG.

La stratégie de développement durable focalisée sur le changement climatique développée par la chaîne de grande distribution britannique Tesco illustre d'ailleurs ce risque : celle-ci avait fait le choix de s'engager volontairement sur des objectifs de maîtrise de ses émissions de CO₂ mais avait par la même occasion occulté les enjeux liés aux conditions de travail au sein de sa chaîne d'approvisionnement. Rapidement, cette stratégie volontariste sur le CO₂, mais limitée à ce seul aspect, a été décrédibilisée par les parties prenantes averties, ONG et investisseurs ISR en tête, démontrant ainsi que la focalisation sur le changement climatique ne suffisait pas à construire une politique développement durable globale et crédible.

Un périmètre d'application clairement défini pour l'ISR

Contrairement à ce que suggère l'acronyme ISR (Investissement Socialement Responsable), cette approche concerne spécifiquement des fonds, peu d'acteurs envisageant l'ISR comme une démarche applicable à toute une gestion d'actifs. A contrario, l'intégration ESG concerne a priori l'ensemble de la gestion, en ligne avec les PRI.

Ceci reste relativement théorique, puisque les démarches varient d'un acteur à l'autre. Les statistiques issues des évaluations conduites par les PRI¹³ en témoignent. L'intégration ESG « toutes classes d'actifs confondues » est loin d'être aboutie. Le dernier rapport précise en particulier que :

- l'intégration concerne en premier lieu les actions, pour les investisseurs institutionnels comme pour les sociétés de gestion ;
- les produits de taux, en particulier émis par les États, et les *hedge funds* enregistrent les plus faibles pourcentages d'intégration.

En ce qui concerne le non coté, l'intérêt porté sur les enjeux ESG a grandi durant les derniers mois. L'analyse des entreprises non cotées n'étant qu'exceptionnellement disponible, les gérants de *private equity* s'orientent davantage vers des démarches d'accompagnement des entreprises sur la prise en compte des enjeux ESG que vers la constitution de fonds ISR très contraints. Ils s'appuient pour cela sur la relation de proximité particulière avec le management des entreprises dont ils sont actionnaires

De nouvelles questions émergent à mesure que l'intégration ESG s'étend à la plupart des types de gestion. On peut en effet s'interroger sur la pertinence d'une telle démarche dans le cadre de produits financiers complexes, notamment au vu du succès de fonds structurés ou garantis s'affichant ISR.

¹³ Cf. rapport *PRI Report on Progress 2009*

Que faire des instruments financiers dérivés et structurés ?

S'il peut sembler légitime que l'intégration ESG se diffuse également à la gestion d'instruments financiers complexes, puisqu'elle vise en théorie l'intégralité des actifs, un certain nombre de questions se posent :

- L'intégration ESG vise entre autres à rapprocher la finance de l'économie réelle. Dès lors, des pratiques qui ne s'appuient pas sur un investissement réel en titres d'un émetteur, mais qui sont plutôt de type optionnel (ventes à découvert) ou indiciel (swaps sur indice ou swaps de performance...), rendent l'analyse extra-financière des sous-jacents relativement virtuelle.
- Des instruments conduisant à un effet de levier important et à une exposition au risque accrue, même si les titres sont analysés d'un point de vue extra-financier, rapprochent l'investissement d'une gestion spéculative en même temps qu'ils l'éloignent d'une gestion responsable, inhérente aux concepts d'ISR et d'intégration ESG.
- Les produits dérivés sont émis par une contrepartie (en général une banque) dont les pratiques (gouvernance, transparence, fiabilité) impactent également le caractère responsable de l'usage d'un dérivé. Dès lors, il semble nécessaire que la contrepartie fasse l'objet d'une intégration ESG au même titre que le sous-jacent.

Ainsi, les questions soulevées par ce type de gestion sont multiples et, s'il est difficile à ce stade de clairement réfuter tout usage de dérivés au sein d'une démarche d'intégration ESG, il convient de suivre précisément les types de produits employés ainsi que leur usage au sein du fonds. Il importe notamment qu'une visibilité accrue soit fournie concernant tant les sous-jacents que les contreparties et l'usage éventuel de l'effet de levier, afin que le niveau de risque reste celui présenté dans les documents fournis aux investisseurs. Enfin, il serait nécessaire d'évaluer précisément l'objet de tels instruments au sein d'une gestion intégrant l'ESG, afin de s'assurer qu'il s'agit principalement d'investissement et non uniquement de produits financiers, et que les dérivés sont utilisés afin de se couvrir contre certains risques de marché et non dans un but purement spéculatif.

V.

Vers la généralisation de l'intégration ESG ?

L'intégration ESG, même si elle émane souvent de pratiques développées dans le cadre de processus de gestion ISR, en diffère par plusieurs aspects. Il est fondamental que les deux approches restent clairement distinctes pour n'en dénaturer aucune.

Cependant, les pratiques d'intégration ESG s'accroissent, et la finalité de telles démarches soulève des questions.

De l'intégration ESG à l'ISR

Concernant le cheminement entre intégration ESG et fonds ISR, les opinions divergent.

Pour plusieurs gérants, la diffusion des critères ESG vise à renforcer leur prise en compte dans la gestion globale, notamment pour la conversion à l'ISR de fonds existants. C'est le cas de CAAM Group. Il a lancé en 2009 une démarche de conversion progressive de fonds « traditionnels » à l'ISR, qu'il entend poursuivre au sein de la nouvelle entité Amundi. Grâce à une notation ex post de certains de ses fonds non ISR, Société Générale Gestion, qui rejoint progressivement Amundi, a engagé depuis plus d'un an une démarche comparable. Certains fonds classiques, notamment ceux gérés en parallèle de fonds ISR par un même gérant, reflètent souvent ses convictions ESG. Ces fonds restent en dehors des fonds ISR identifiés tant que la société n'affiche pas publiquement l'existence d'orientations de gestion ISR, mais de fait, leur conversion pourrait être effectuée assez aisément.

Chez OFI AM, on semble aussi passer de l'intégration ESG à l'ISR. Depuis 2005, un nombre croissant de titres est suivi sur des critères ESG, mais la gestion ISR se cantonnait à des fonds de fonds. Progressivement, le processus interne a été structuré et a abouti en 2009 à la conversion à l'ISR de deux fonds importants de la société.

Financière de l'Échiquier semble suivre le même chemin. En 2007 l'analyse ESG des titres a été mise en place, mais sans que l'objectif de créer ou convertir des fonds ISR soit avancé. Aujourd'hui, dans la mesure où une démarche d'intégration ESG est moins facile à valoriser vis-à-vis des tiers, les clients notamment, que des fonds ISR bien identifiés, elle engage une réflexion sur l'ISR.

La Financière de Champlain a pour sa part défini un calendrier de contrainte ESG progressive destiné à passer au « tout ISR » pour ses fonds actions en 2011, et ce parce que les deux fonds ISR, lancés en 2006, lui ont apporté un éclairage utile.

Cependant, pour la plupart des gérants interrogés, l'ISR est et demeurera une niche spécifique, dédiée à des clients aux sensibilités bien particulières, clairement distincte d'approches d'intégration ESG plus orientées vers la création de valeur à long terme. Ces dernières sont pour eux associées à un objectif de prise en compte d'externalités qui ne sont pas intégrées par l'analyse financière traditionnelle. Les fonds ISR quant à eux adoptent une palette de critères ESG beaucoup plus large, ce qui leur confère un intérêt primordial : ils servent alors de « laboratoire R&D » pour identifier les critères à prendre

en compte dans la gestion *mainstream*. Ils permettent aux analystes extra-financiers de ne pas écarter des enjeux dont la « matérialité » n'est pas établie à court ou moyen terme mais émergera peut être demain (impact sur la santé des ondes électromagnétiques ou des nanotechnologies par exemple).

Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), fait depuis sa création, en 2004, le distinguo entre les deux. Il a commencé par une démarche de test sur l'ISR en lui allouant une poche d'investissement de 600 millions d'euros pour observer son comportement. En 2008, renouvelant sa stratégie d'investissement, le FRR a décidé d'aller plus loin en incorporant progressivement une analyse ESG pour l'ensemble de ses actifs. Cette démarche en deux temps a trouvé un écho dans le monde mutualiste. La MAIF a elle aussi choisi de combiner investissement ISR (fonds actions dont la gestion est déléguée à des sociétés de gestion externes) et un renforcement progressif de l'intégration ESG pour les obligations qu'elle gère en direct.

Cette tendance à la convergence de l'intégration ESG et de l'ISR génère un risque de confusion et ouvre la porte à un marketing décorrélé de pratique ESG réellement mises en œuvre. Selon les critères de sélection ISR de certains gérants, 80% des entreprises de l'indice Eurostoxx50 ont de bonnes pratiques ESG. Cela offre la possibilité pour les sociétés de gestion de mettre en avant une démarche ISR sur la seule base d'une mesure ex post, sans démarche plus structurante.

Point clairement positif, la plupart des acteurs avec qui Novethic a échangé ne cherchent pas à présenter comme ISR ce qui ne l'est pas. Pour ceux qui ont développé une expertise ISR, le distinguo avec l'intégration ESG reste primordial car les objectifs ne sont pas les mêmes et la présentation de ces deux approches à des tiers doit l'être également. Ainsi chez CM-CIC AM, on témoigne d'un réel intérêt des commerciaux de banque privée et du réseau de Conseillers en Gestion de Patrimoine (CGP) pour des notations ESG ex post de portefeuilles non ISR. De son côté Ecofi Investissements évoque l'intérêt de son réseau (le Crédit Coopératif) pour des évaluations de ce type sur ses fonds propres. Cependant, ces deux sociétés de gestion entendent répondre à ces attentes avec prudence et esquissent clairement la crainte que l'affichage marketing prenne le dessus sur les démarches opérationnelles. Tout en accueillant positivement ces demandes, elles s'emploient à convaincre de promouvoir une véritable gestion ISR ex ante.

L'allocation stratégique, prochaine cible de l'intégration ESG ?

En publiant, en 2009, une étude visant à évaluer l'impact de différents scénarios liés au changement climatique sur ses actifs à l'horizon 2040, le FRR a posé les bases d'une nouvelle réflexion qui combine approche d'intégration ESG et allocation stratégique pour un investisseur de long terme. En travaillant spécifiquement sur un seul critère - le changement climatique - considéré comme le plus accessible en terme de données scientifiques, le FRR cherchait à lancer une réflexion et une démarche d'amélioration sur le lien entre des paramètres extra-financiers et l'opportunité de répartir ses actifs de façon plus ou moins accentuée sur des classes d'actifs aussi variées que les actions d'entreprises cotées, le capital investissement, l'immobilier ou les domaines forestiers.

Dans la même logique, Mercer, société de conseil financier ayant développé une expertise ESG, a initié des travaux de recherche sur l'articulation possible entre allocation d'actifs stratégique et critères ESG pour le compte du fonds souverain norvégien, le

Government Pension Fund-Global, un des investisseurs mondiaux les plus actifs en terme de politique éthique et d'engagement auprès des entreprises assorti d'exclusions .

Cependant, le FRR, tout comme le fonds norvégien, a initié une première recherche théorique sans qu'elle ait pour l'instant de conséquences concrètes sur l'allocation d'actifs. C'est d'autant moins simple à mettre en place que ce type de politique se heurte à des considérations financières pour ces deux acteurs comme pour d'autres investisseurs institutionnels. Les assureurs en particulier ont des obligations de liquidité et de sécurité qui contraignent trop l'allocation d'actifs pour y laisser beaucoup de place à des considérations extra-financières.

Les obstacles à la généralisation de l'ESG

La volonté des sociétés de gestion et des investisseurs institutionnels d'accélérer l'intégration ESG semble réelle, mais son déploiement se heurte à des réticences et des interrogations importantes. Ces obstacles peuvent être d'ordre technique, d'un point de vue financier ou extra-financier, et d'ordre organisationnel, sans négliger l'absence d'intérêt pour ce type d'approches.

Analyse extra-financière, innovation en évolution

Depuis une dizaine d'années, l'analyse extra-financière s'est considérablement développée tout comme les fonds ISR, mais la couverture de titres analysés et la qualité de la recherche ne sont pas toujours satisfaisantes pour les acteurs financiers, habitués à des modèles d'analyse financière standardisés depuis une cinquantaine d'années, couvrant la plupart des entreprises cotées, et plus largement les émetteurs de titres financiers sur l'ensemble de la planète.

Beaucoup de sociétés de gestion se plaignent de la difficulté d'accéder à de l'information ESG structurée et convaincante sur les émetteurs obligataires, notamment les institutions financières et les États, ainsi que sur les émetteurs issus des pays émergents, les petites et moyennes capitalisations ou encore les entreprises non cotées.

La fréquence d'actualisation des données extra-financières pose également problème, les ratings des agences de notation spécialisées étant au mieux mis à jour annuellement.

En outre, en l'absence d'un référentiel universel, il est très difficile de comparer les analyses extra-financières des différents émetteurs, voire d'émetteurs de même type notés par des agences différentes. Les approches d'exclusion normative des pires pratiques, pour lesquelles les référentiels du Global Compact des Nations Unies et les conventions fondamentales de l'OIT semblent désormais faire consensus, sont une des réponses possibles à cette problématique.

Les évaluations des États sont elles mises en cause en raison de la pertinence de la critèresologie utilisée et de la dimension politique que soulèverait l'exclusion d'un État. Ainsi, CNP Assurances considère que la gouvernance pourrait constituer un critère d'analyse acceptable pour les États, à condition d'éviter de pénaliser des États dont l'absence de démocratie ou le moindre niveau de développement constituent des handicaps souvent insurmontables dans la notation actuellement disponible. Les autres piliers (environnement et social) leur semblent encore plus problématiques.

Ainsi, faute de moyens et de régulation concernant l'harmonisation de la communication extra-financière des émetteurs, l'analyse extra-financière, qui pourtant a jusqu'ici évité un écueil important – celui de la rémunération par l'émetteur de titre -, a des limites qui nuisent à son développement. Il semble cependant que nombre de sociétés de gestion se

constituent progressivement de petites équipes de spécialistes qui viendront sans doute progressivement à bout de ces obstacles techniques dans les années qui viennent. De plus, à l'instar d'un assureur comme BNP Paribas Assurance, les agences de notation extra-financière peuvent trouver de nouveaux clients chez les investisseurs institutionnels, ce qui pourrait leur permettre de pérenniser leur modèle économique jusqu'ici difficile à tenir et favoriser leur développement.

Obstacles organisationnels

La plupart des gérants ont techniquement accès à de l'information extra-financière. Cependant, les équipes de gestion, notamment sur certaines classes d'actifs moins matures sur l'ISR, restent parfois éloignées des considérations ESG, pour lesquelles elles manifestent un intérêt encore limité. L'absence de sensibilisation sur ces enjeux et de formation sur l'utilisation des outils à leur disposition, est un obstacle qui peut être levé par des efforts simples de pédagogie ; HSBC Global Asset Management diffuse, par exemple, un mode d'emploi de l'outil de partage des informations ESG à l'usage de ses analystes financiers et gérants. En outre, sur certaines classes d'actifs comme le *private equity*, apparaissent des pratiques plus proches de l'investissement responsable, laissant présager l'idée qu'aucune classe d'actifs et aucun style de gestion ne devrait, à terme, ignorer les considérations ESG.

Contraintes techniques de la gestion de portefeuille

Beaucoup de gérants sont réfractaires à l'introduction de nouvelles contraintes ou d'objectifs d'ordre extra-financier, car ils sont déjà soumis à des contraintes techniques de gestion, notamment en termes de *tracking error*¹⁴, qui les restreignent à des répartitions d'investissement proches de leur indice de référence. De plus, l'actualisation des données extra-financières, notamment lorsqu'elle provient d'agences de notation spécialisées, n'est pas suffisamment régulière pour qu'elles soient pleinement intégrées aux opinions financières traditionnelles, lesquelles sont revues quasi-quotidiennement.

Certains styles de gestion particuliers posent également problème. Il est par exemple difficile de faire accepter à un gérant *value*¹⁵ l'exclusion d'une valeur qui l'intéresse particulièrement car il la juge sous-évaluée financièrement, surtout dans des univers d'investissement restreints où il ne veut pas passer à côté d'opportunités. A contrario, certains acteurs militant pour l'intégration ESG arguent que les enjeux ESG eux-mêmes peuvent être considérés comme des vecteurs de revalorisation d'un titre à court ou moyen terme (par exemple dans le cas d'une gouvernance épurée après une controverse). Ils proposent dans ce cas des investissements spécifiques, basés sur une approche ESG de type *best effort*.

Enfin, les assureurs ont une marge de manœuvre extrêmement restreinte sur leur portefeuille existant, puisque la réglementation dite Solvency II contraint fortement les évolutions de leurs portefeuilles en matière de dispersion, de sécurité et de liquidité, des paramètres qui laissent peu de place aux interrogations ESG. Pour eux, la gestion ne peut progressivement intégrer des considérations extra-financières que dans le cadre des nouveaux investissements.

¹⁴ La *tracking error* est la mesure du risque relatif pris par un fonds par rapport à son indice de référence.

¹⁵ Type de gestion d'un portefeuille visant à sélectionner des valeurs considérées comme sous-valorisées eu égard aux ratios du secteur.

Recherche de la performance financière

L'impact de la prise en compte des enjeux ESG sur la performance financière d'un portefeuille est un débat aussi ancien que l'apparition des premiers fonds ISR. Un certain nombre d'études académiques et professionnelles se sont penchées sur la question, sans réel consensus sur l'existence et l'impact de ce lien. Il est cependant aujourd'hui fréquemment admis que l'approche ISR n'est pas destructrice de valeur¹⁶, mais cela ne semble pas encore suffisant pour inciter les gérants à l'intégrer dans toutes les gestions. Pour certains, les enjeux extra-financiers, surtout la gouvernance, peuvent présenter un intérêt dans des cas précis, mais pas transversalement sur toute la gestion. CNP Assurances déplore de son côté que des sujets comme l'adaptation au changement climatique ne fasse pas l'objet d'une analyse extra-financière plus élaborée et n'aient pas de réelle implication sur la valorisation des titres. Faute de pouvoir en quantifier précisément la portée, elle estime ne pas avoir à assumer les émissions de CO₂ de toutes ses participations, et préfère concentrer son approche extra-financière sur les enjeux de bonne gouvernance.

La question de la relation entre responsabilité fiduciaire et enjeux extra-financiers fait de plus en plus débat à l'échelle internationale¹⁷ et on peut aujourd'hui espérer que, progressivement, les acteurs financiers, investisseurs institutionnels en tête, se rangeront derrière l'idée que l'intégration ESG revêt un intérêt en terme de maîtrise des risques mais également d'opportunités d'investissement, qui sont des facteurs de performance sur le long terme.

Les facteurs freinant la généralisation d'une intégration ESG à l'échelle de la profession financière sont relativement importants. Ils confirment d'ailleurs que ceux qui affichent trop vite une gestion 100% conforme à l'intégration ESG tutoient vraisemblablement le discours publicitaire trompeur. Il est cependant encourageant de constater que pour l'essentiel, ces obstacles peuvent être levés par l'avancée de la recherche ou des démarches collaboratives du type de celles initiées dans le cadre des PRI.

¹⁶ Une étude méta-statistique produite par Mercer en 2007, *Desmystifying Responsible Investment Performance*, actualisée en novembre 2009, a consisté en l'analyse de plusieurs études académiques disponibles sur le sujet. Sur 36 études au total, 22 démontrent un impact positif de l'ESG sur la performance financière, 8 un impact neutre et 6 un impact négatif.

¹⁷ Cf. Rapport UNEP-FI : *Fiduciary responsibility : Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, juillet 2009.

Conclusion

L'idée que les démarches d'intégration ESG montaient en puissance, qui a conduit le centre de recherche ISR de Novethic à initier cette étude, s'est confirmée au gré des rencontres et des interviews.

Aujourd'hui, la plupart des grands acteurs de la gestion et de nombreuses sociétés indépendantes trouvent au sein des appels d'offres des investisseurs institutionnels un écho à leurs démarches récentes.

Que ce soit par l'évaluation de la qualité ESG de portefeuilles non contraints à l'ISR, par l'extension de la recherche extra-financière, par la mise à disposition d'information ESG pour les équipes de gestion financière ou par le déploiement d'exclusions normatives, toutes les démarches entrant dans le cadre de l'intégration ESG se développent rapidement et impactent aujourd'hui directement ou indirectement au moins 2460 milliards d'euros d'actifs gérés en France, ce qui est considérable par rapport au marché de l'ISR qui ne dépasse toujours pas les 50 milliards d'euros. Elle devrait encore gagner du terrain, nombre d'acteurs ayant annoncé leur souhait de poursuivre, voire d'accélérer leurs démarches d'intégration ESG en 2010 et 2011.

Il est important de souligner ce qui distingue l'intégration ESG de l'ISR : un niveau de contrainte non systématique et par voie de conséquence un manque de traçabilité sur les arbitrages entre considérations financières et extra-financières. A contrario, le levier potentiel que représente l'importance des actifs concernés est considérable, et il est probable que l'ISR n'atteigne jamais un tel niveau. Or, ces deux approches ont un objectif fondamental commun : utiliser le levier financier pour inciter les entreprises à déployer des démarches ESG proactives et plus largement un modèle de développement durable.

Or, paradoxalement, dans le cadre des échanges entre Novethic et les investisseurs sur l'intégration ESG, cet objectif de durabilité ou de responsabilité sociétale des acteurs économiques est resté quasi absent du débat, au profit de considérations sur l'impact financier ou les enjeux de réputation pour leurs clients. Est-ce corrélé à l'extrême rareté de démarches d'*engagement actionnarial*¹⁸ en France ? Autre risque, la quête de critères ayant une matérialité financière pourrait demain entraîner des effets pervers comme l'abandon d'enjeux de très long terme au profit de seuls critères extra-financiers impactant d'ores et déjà entreprises et acteurs publics. Enfin, le manque de contrainte et le peu de lisibilité concernant l'efficacité de l'intégration ESG sont également encore en question et le risque d'un marketing trompeur jamais très loin des esprits.

Ces réserves confirment l'importance que revêt le maintien de fonds ISR exigeants, structurés, demeurant un outil de R&D et une niche de conviction d'une intégration ESG progressivement généralisée à l'ensemble des actifs financiers au fur et à mesure de l'appropriation par les gérants traditionnels des enjeux ESG. Dans cet esprit, Novethic ne comptabilisera dans son enquête annuelle sur le marché français de l'ISR que les démarches ayant un impact systématique sur la gestion.

¹⁸ L'engagement actionnarial désigne le dialogue mené par un actionnaire avec une entreprise, pour l'inciter à améliorer ses pratiques ESG. Quand ce dialogue privé n'aboutit pas au résultat escompté, l'investisseur porte le débat sur la place publique, lors des assemblées générales d'actionnaires.

Panel interrogé

Pour conduire cette étude, le centre de recherche ISR de Novethic a mené une trentaine d'entretiens auprès d'acteurs de divers métiers de la gestion financière.

Nom	Type d'acteur SGP=société de gestion de portefeuille	Signature des PRI
Amundi (Crédit Agricole AM Group)	SGP affiliée à un réseau bancaire	2006
BNP Paribas Investment Partners	SGP affiliée à un réseau bancaire	2006
CM-CIC Asset Management	SGP affiliée à un réseau bancaire	Non
Dexia Asset Management	SGP affiliée à un réseau bancaire	2006
Ecofi Investissements	SGP affiliée à un réseau bancaire	2009
Federal Finance (Crédit Mutuel Arkéa)	SGP affiliée à un réseau bancaire	2009
Fédéris Gestion d'Actifs	SGP affiliée à un réseau bancaire	2008
HSBC Global Asset Management	SGP affiliée à un réseau bancaire	2006
La Banque Postale AM	SGP affiliée à un réseau bancaire	2009
Natixis Asset Management	SGP affiliée à un réseau bancaire	2008
Société Générale Gestion	SGP affiliée à un réseau bancaire	2006
AXA Investment Managers	SGP affiliée à un assureur	2007
Groupama Asset Management	SGP affiliée à un assureur	2006
OFI Asset Management	SGP affiliée à un assureur	2008
Agicam (Groupe AG2R La Mondiale)	SGP affiliée à une IRP ¹⁹	Non
Inter Expansion (groupe Aprionis)	SGP affiliée à une IRP	Non
Financière de Champlain	SGP indépendante	2008
Financière de l'Échiquier	SGP indépendante	2008
BNP Paribas Assurance	Investisseur institutionnel (assureur)	Non
CNP Assurances	Investisseur institutionnel (assureur)	Non
MAIF	Investisseur institutionnel (assureur)	2009
Caisse des Dépôts	Investisseur institutionnel (public)	2006
ERAFP ²⁰	Investisseur institutionnel (public)	2006
Fonds de Réserve pour les Retraites	Investisseur institutionnel (public)	2006
Eurosif	Association professionnelle	-

À titre indicatif, 65 sociétés de gestion aujourd'hui déclarent être actives sur l'ISR en France et 35 ont signé les PRI.

¹⁹ Institution de Retraite et de Prévoyance

²⁰ Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique

Remerciements

L'équipe de Novethic tient à remercier tous les gérants, analystes, responsables de l'ISR, qui ont bien voulu prendre le temps de répondre à ses questions et de partager leur expérience. Cette étude n'aurait pu voir le jour sans eux.



UNE FILIALE CAISSE DES DÉPÔTS ■

Intégration des enjeux ESG : Quelles pratiques pour quels objectifs ?

Une étude réalisée par Dominique Blanc, Aela Cozic et Samer Hobeika,
centre de recherche ISR de Novethic.

Filiale de la Caisse des dépôts, Novethic est un centre de recherche et d'expertise sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et un media expert sur le développement durable.

Créé en 2001, Novethic est aujourd'hui l'unique source de statistiques sur le marché français de l'ISR. Le centre de recherche ISR analyse d'un point de vue quantitatif et qualitatif les grandes évolutions de l'ISR en France et y consacre des études thématiques. Depuis 2009, Novethic labellise les fonds ISR disponibles sur le marché français.

Novethic

56, rue de Lille – 75007 PARIS

Tel : +33 (0)1 58 50 98 14 – Fax : +33 (0)1 58 50 00 30

E-mail: info@novethic.fr

www.novethic.fr