

ISR: COMMENT NOTER ET SÉLECTIONNER LES ÉTATS ?

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

Introduction	4
I. Le marché des obligations d'État	5
Pays émetteurs d'obligations : un univers très concentré.....	5
Fonds obligataires d'État : de gros volumes institutionnels et des univers restreints.....	6
II. L'ISR appliqué aux obligations d'État	7
Des fonds ISR jusqu'ici peu investis en obligations d'État.....	7
Des motivations peu explicites	7
Répondre à une demande	7
Corrélation ou non entre notations financière et extra-financière ?	8
III. Analyse extra-financière des États : des questions inédites	10
L'investisseur obligataire est-il légitime à évaluer un État ?	10
Sur quelle base un État doit-il être noté ?	10
Quelle entité prendre en compte pour l'évaluation ?	11
Quel référentiel méthodologique et donc quelles valeurs défendre ?	11
La réponse de l'analyse multicritères.....	12
La recherche de critères et de sources opposables.....	12
...rend plus complexe l'atteinte d'analyse pertinente	12
IV. Deux pistes de mise en œuvre	14
Travailler sur les méthodologies multicritères.....	14
Sélectionner des critères pertinents et corriger les biais des notations	14
Des classements différents selon la méthodologie.....	15
... se traduisant par des choix de gestion moins tranchés.....	15
... et une sélectivité inégale	16
Se référer à des normes internationales	16
Enjeux de demain.....	17
Allouer des moyens à la recherche et l'analyse	17
Travailler la transparence	18
Affirmer ses choix	18
V. Quel impact sur les pratiques des États ?	19
Exclure un État : message fort ou casse-tête politique ?	19
Le cas du pays de l'investisseur	20
Dialogue avec les émetteurs : une question de volume ou de légitimité ?	21
Accompagner le développement d'un État.....	22
Question des pays émergents.....	22
Émissions dédiées.....	22
Conclusion	24
Annexes	25
Pratiques des sociétés de gestion et investisseurs.....	25
Offres des agences de notation	26
Autres émetteurs non privés : des parallèles possibles avec l'évaluation des États ?	27

Introduction

Ces trois dernières années ont été marquées par une forte croissance des produits de taux au sein de l'ISR mais les fonds obligataires composés de titres d'État ne semblent pas avoir rencontré le même succès que les fonds monétaires ou les fonds crédit *corporate*.

Pourtant, les investisseurs institutionnels, en France et en Europe continentale, sont très investis en obligations d'État, et ils détiennent les trois quarts du marché de l'ISR (chiffres de décembre 2008).

Par ailleurs, l'actualité récente et la volatilité des taux obligataires au sein même de l'Union Européenne ont confirmé que la notation financière ne reflétait pas toujours de façon exhaustive les questions qui peuvent impacter la crédibilité financière d'un État sur les marchés financiers. On commence ainsi à pressentir que l'analyse des enjeux ESG, notamment pour ce qui est de la gouvernance, pourrait être ce qui manque à de telles notations financières.

En outre, en analysant les dossiers de candidature au Label ISR en 2009, Novethic a pu constater l'hétérogénéité des pratiques en matière de gestion ISR appliquée aux obligations d'État, tant dans la notation que dans la sélection des pays, tendance qui s'est confirmée lors d'entretiens menés avec quelques acteurs de l'ISR.

Ce suivi des acteurs et du marché a amené le centre de recherche ISR de Novethic à se demander pourquoi l'ISR appliqué aux fonds investis en obligations d'État pose problème. Faisant suite à l'étude menée sur les produits de taux en 2007¹, la présente note est donc l'occasion de dresser un nouvel état des lieux des fonds obligataires et en particulier de la recherche extra-financière sur les États.

¹ *Quel sens pour les démarches ISR sur les produits de taux ?*, étude Novethic, Février 2007

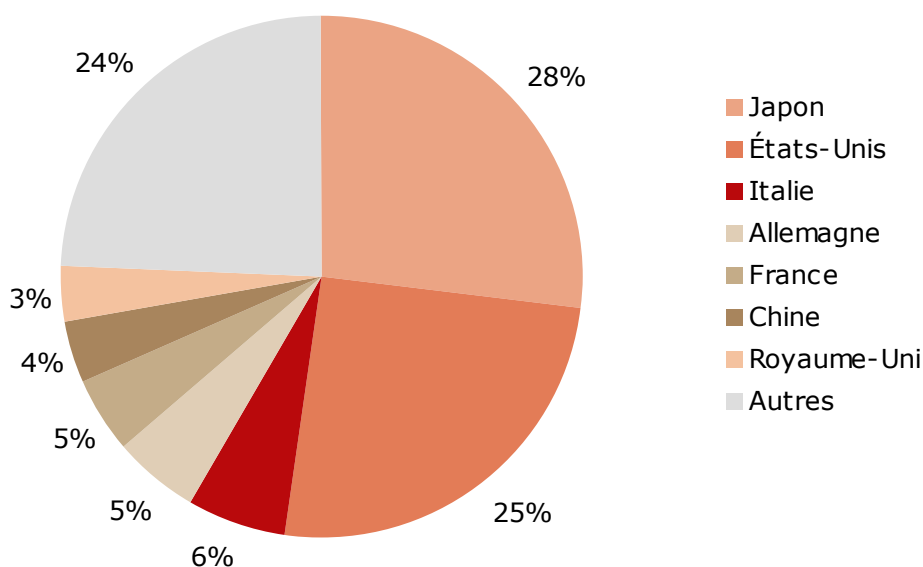
I.

Le marché des obligations d'État

Les obligations d'État sont des titres de créances émis par les États pour financer leur déficit et leur développement. Les obligations, en particulier celles-ci dites souveraines, sont réputées moins risquées que les actions puisque l'émetteur s'engage à rembourser la valeur nominale de l'obligation et les intérêts. Le taux de défaut moyen observé sur les émissions à 10 ans entre 1983 et 2008 était ainsi de 6,36% pour les émetteurs souverains contre 10,5% pour les émetteurs *corporate*. En 2008, seuls deux États, l'Équateur et les Seychelles, n'ont pas été en mesure de rembourser les intérêts de leur dette au cours du second semestre², alors qu'ils ne font de loin pas partie des principaux États émetteurs d'obligations sur les marchés.

Pays émetteurs d'obligations : un univers très concentré

Obligations d'État domestiques et internationales, répartition par encours au 30 septembre 2009



Source: Bank for International Settlements

Le Japon et les États-Unis représentent à eux deux plus de la moitié des émissions obligataires d'État. Viennent ensuite l'Allemagne, la France et l'Italie, ainsi que la Chine et le Royaume-Uni. Ces sept pays ont émis les trois quarts des 36 000 milliards de dollars d'encours que représentaient les obligations d'État à fin septembre 2009, essentiellement des obligations domestiques (émises sur le marché national dans la monnaie locale). Ces montants ne représentent pas uniquement les émissions faites durant l'année, mais le cumul des émissions non encore arrivées à maturité. Sur les seules émissions réalisées par les États européens en 2010, le montant global des

² Source : *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2008*, Moody's, Mars 2009

I. LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS D'ÉTAT

emprunts bruts à long terme qui devraient être réalisés est estimé à 1 446 milliards d'euros³.

Fonds obligataires d'État : de gros volumes institutionnels et des univers restreints

Le faible niveau de risque offert par les obligations d'État attire le gros des encours d'investisseurs institutionnels dont les contraintes de passif nécessitent une sécurité maximale sur le long terme. La qualité des signatures des États, c'est-à-dire leur capacité supposée à faire face à leurs engagements financiers qui se traduit par les notes des agences telles Moody's ou Standard & Poor's, combinée à la concentration des volumes obligataires émis par les États, contribuent à offrir un univers d'investissement restreint au mieux à quelques dizaine d'États, voire moins.

Malgré les doutes récents pesant sur l'Islande, la Grèce ou le Portugal et dans un contexte de forte augmentation du niveau d'endettement des pays de l'OCDE depuis la crise financière de 2007, la demande de titres d'État reste forte, y compris pour des maturités longues, comme en témoigne le succès de la récente émission d'obligations de l'État français (OAT) à 50 ans pour un montant de 5 milliards d'euros. Cette tendance devrait se confirmer en 2010, notamment chez les institutionnels. Ces derniers poursuivent en effet leur retrait du marché actions et sont plus nombreux à envisager une augmentation de leur exposition aux obligations d'État⁴.

Cette demande de fonds obligataires investis dans la dette souveraine correspond à la gestion dédiée aux investisseurs institutionnels. Les fonds obligataires « ouverts » de droit français ne représentaient « que » 176,5 milliards d'euros à fin 2009⁵, investis à la fois dans des obligations d'entreprise et d'État.

³ Source : Estimation Standard & Poor's

⁴ Source : *European Asset Allocation Survey 2010*, Mercer

⁵ Source : Autorité des Marchés Financiers (AMF)

II.

L'ISR appliqué aux obligations d'État

Des fonds ISR jusqu'ici peu investis en obligations d'État

En France, on dénombre à ce jour une vingtaine d'OPCVM ISR, obligataires ou diversifiés, investis significativement en produits de taux émis par des États, les trois quarts d'entre eux dans des obligations de la zone Euro ou européenne. Ce total reste faible puisqu'on compte quelque 270 fonds ISR distribués en France.

Ceci étant, la part de l'obligataire ISR, notamment émis par des États, est largement plus importante dans la gestion dédiée (48% des encours à fin 2008, soient 7,4 milliards d'euros) que dans la gestion collective (9%, soit 1 milliard d'euros)⁶.

Des motivations peu explicites

Ces fonds obligataires ISR ont été développés depuis plusieurs années maintenant par une vingtaine d'acteurs. Cette démarche visant à étendre l'ISR à l'ensemble des classes d'actifs semble logique, d'autant que les investisseurs institutionnels, moteurs de la clientèle ISR, sont en Europe continentale très investis sur les produits de taux émis par des États. Pourtant, les motivations des sociétés de gestion pour faire de l'ISR sur ce créneau sont assez diffuses.

Répondre à une demande

La demande des clients est mitigée, les sociétés de gestion semblant davantage s'intéresser au sujet pour compléter une gamme ISR existante ou plus largement dans un souci de cohérence avec la stratégie ISR de la maison. Parmi les motivations avancées, l'obtention du Label CIES ou du Label ISR Novethic sont parfois mentionnés.

Quant aux institutionnels français, paradoxalement, alors que d'une part ils investissent en majorité dans les emprunts d'État et que d'autre part ils sont aujourd'hui très actifs sur le marché de l'ISR, ils montrent moins d'intérêt pour l'ISR appliqué à leurs portefeuilles d'emprunts d'État. À ce jour, seuls cinq investisseurs institutionnels français (la Caisse des Dépôts, Crédit Agricole Assurances, l'ERAFP, le FRR et la MAIF) sont signataires des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI), initiative qui est souvent le point de départ d'une démarche structurée pour intégrer des critères ESG à l'ensemble des classes d'actifs. Faut-il y voir un lien de causalité ?

Certains institutionnels se démarquent néanmoins. L'ERAFP fut parmi les premiers à adopter une telle démarche sur les États. Dans sa Charte ISR, il détaille ainsi les valeurs de l'établissement, l'ensemble des critères correspondants dans la notation des États et les principes d'exclusion retenus.

Enfin, plusieurs acteurs interrogés par Novethic ont fait remarquer que des réflexions étaient en cours en interne pour structurer une méthodologie sur les États ou approfondir une démarche déjà initiée.

⁶ Source: *Enquête annuelle sur le marché français de l'ISR en 2008*, Novethic

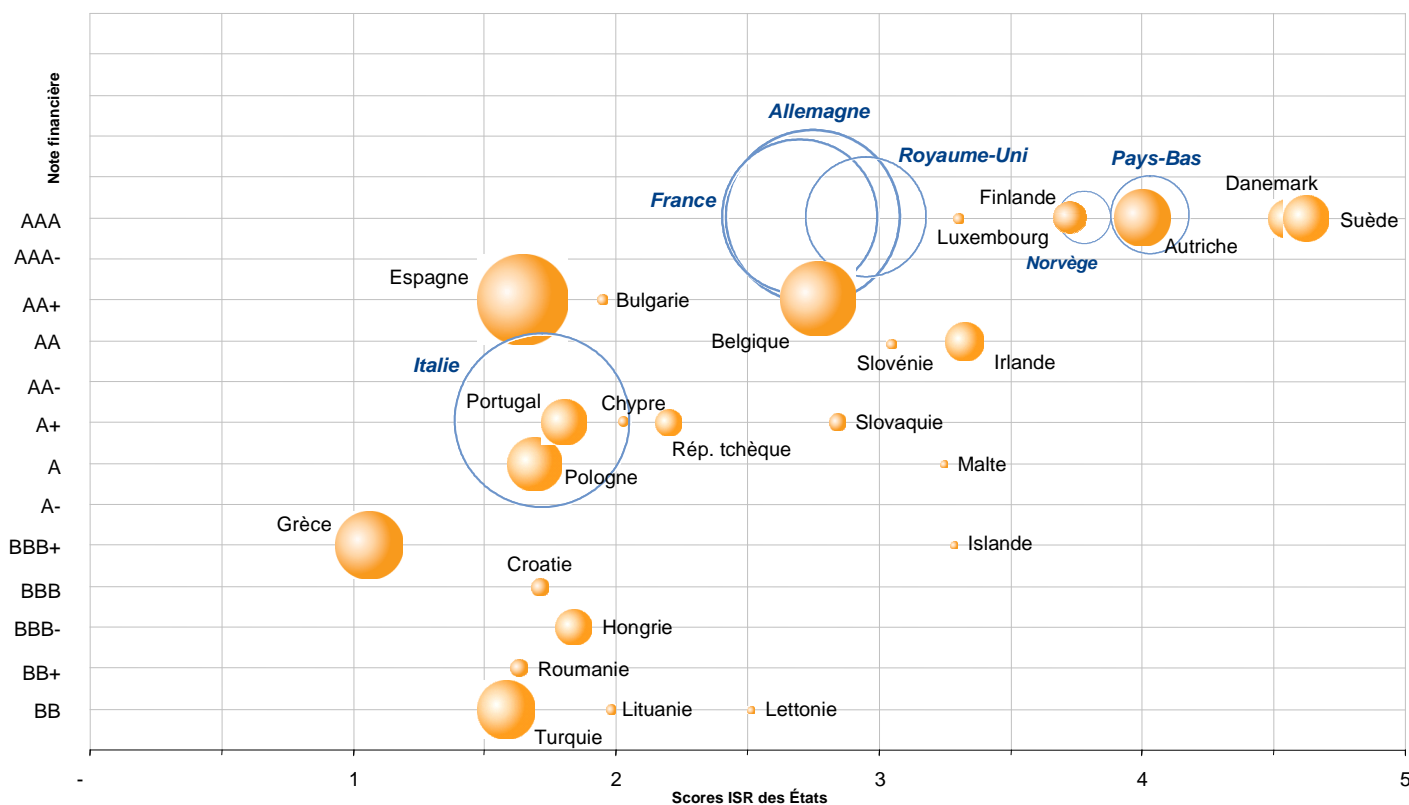
II. L'ISR APPLIQUÉ AUX OBLIGATIONS D'ÉTAT

Corrélation ou non entre notations financière et extra-financière ?

À l'instar de la Finlande, la Suède, les Pays-Bas ou encore le Danemark, quasi-unanimement en tête des classements ESG et tous notés AAA, les États obtenant les scores ESG les plus élevés sont généralement ceux qui bénéficient également des meilleures notations crédit. Or, plus le risque de défaut de l'émetteur est important, plus le rendement de l'obligation émise est élevé pour compenser ce risque. La Grèce, dont la notation crédit a été dégradée en décembre 2009, de A- à BBB+ chez S&P, voit son *spread* (écart de taux) avec les titres de l'État allemand noté AAA atteindre des taux historiquement hauts, jusqu'à 4,71% le 20 avril dernier.

Globalement, on observe ainsi une forte corrélation entre faible notation extra-financière des États et risque élevé des titres émis, sans pour autant être encore en mesure d'établir un lien de cause à effet. À l'instar des obligations d'entreprise, la motivation d'une démarche ISR dans le cadre de portefeuilles de titres d'État semble plus porter sur la réduction du risque que sur l'augmentation du rendement financier, même si tout impact financier sur cette classe d'actifs reste à prouver, notamment par la recherche académique.

Distribution des États par note financière et score ISR attribué par OFI AM



Source : Groupe OFI.

La superficie des bulles représente l'encours de la dette en mars 2010. NB : n'émettant pas de dette, la Suisse et l'Estonie ne sont pas représentées sur ce graphique

L'état de la recherche académique sur la relation entre performance financière et extra-financière des fonds obligataires

À ce jour, la recherche académique sur l'ISR « État » est assez peu développée. En effet, il n'existe pas d'historique suffisamment ancien de notations extra-financières des États, et il est donc difficile d'effectuer des tests rétrospectifs (*backtests*) corrects. Une des rares études (Erb, Harvey et Viskanta, 1996) s'appuie sur l'indicateur ICRG (International Country Risk Guide) qui mesure le risque politique et qui a le mérite d'exister depuis longtemps et à fréquence mensuelle. Elle montre une performance significative des stratégies « longues » d'obligations d'État dont le risque politique décroît et « courtes » d'obligations d'État de pays dont le risque politique s'accroît. Mais sur des critères plus larges, vu le manque de données, il est difficile de montrer que les pays responsables performeraient mieux ou moins bien, et on peut encore moins étudier des évolutions de ces critères. Drut (2010) a donc étudié à un instant donné, la perte théorique en termes de diversification à investir préférentiellement sur des obligations d'État des pays développés. Il montre que ce coût à privilégier les pays bien notés n'est pas statistiquement significatif. La conclusion est donc que les fonds d'obligations de pays développés ne devraient en théorie rien perdre à faire de l'ISR de type *positive screening* (sélection ESG).

Une autre limite actuelle est que beaucoup de critères sont au moins en partie corrélés aux ratings de crédit du type Standard & Poor's, Moody's et Fitch, ce qui rend difficile de mettre en valeur l'effet propre que pourraient avoir des critères responsables pour des pays. Connolly (2007) montre ainsi que les ratings de crédit sont très corrélés aux indices de corruption : plus les pays sont corrompus, moins la notation crédit des pays est bonne. Bastien Drut montre aussi que les notes de Vigeo sont relativement corrélées aux ratings S&P pour les pays développés.

L'émergence d'un ISR appliqué aux obligations d'État ne semblent pas avoir de raisons clairement identifiées, qu'elles soient commerciales ou financières. Paradoxalement, l'analyse extra-financière des États s'est beaucoup développée en quelques années, suffisamment pour que les agences spécialisées aient toutes construit une offre et que certaines sociétés de gestion aient bâti des méthodologies propres.

III.

Analyse extra-financière des États : des questions inédites

L'investisseur obligataire est-il légitime à évaluer un État ?

On peut s'interroger sur la légitimité des investisseurs à juger du caractère responsable ou durable d'un État, au-delà de sa seule capacité à faire face à ses engagements financiers. Cela soulève des questions jusqu'ici pas ou peu abordées dans le cadre des démarches ISR appliquées aux autres actifs (entreprises, immobilier...).

Il est vrai que les questions de politique environnementale et sociale, ainsi que la gouvernance des États, relèvent a priori du pouvoir des électeurs (dans les démocraties tout du moins) et non des investisseurs.

Pourtant, en tant qu'investisseurs socialement responsables, les mêmes gérants ou investisseurs se sont habitués à intégrer dans leur relation avec des entreprises dont ils détiennent des actions une dimension extra-financière qui n'a pas trouvé jusqu'ici d'écho dans leur relation avec les agences en charge de placer les obligations d'État. C'est d'autant plus surprenant que la détention de produits obligataires, qui constitue un apport direct de liquidités pour leurs émetteurs – fussent-ils des États – pourrait en théorie être associée à une réflexion sur l'usage de la dette.

On observe d'ailleurs que les notations financières des États et les niveaux de *spread* associés à leurs émissions d'obligations, lesquels se basent sur leur solvabilité, intègrent déjà naturellement des enjeux sociétaux tels la stabilité des gouvernements. Alors pourquoi des éléments comme la politique d'éducation ou de gestion des ressources naturelles, pouvant impacter à long terme la richesse d'un pays, ne pourraient pas être pris en compte, surtout lorsque la maturité des émissions va jusqu'à 50 ans, comme on a pu le constater avec une émission d'OAT récente ? Peut-être davantage encore que la légitimité d'un investisseur à effectivement sélectionner un État sur la base de critères sociétaux, on peut s'interroger sur le fait que la prise en compte du facteur stabilité politique ne posait pas de problème tant qu'elle menait principalement à mettre de côté des États hors OCDE considérés comme moins solvables...

C'est bien sur le terrain politique du jugement des grands États développés, émetteurs de dette notée *investment grade*⁷ et dont le nombre est restreint, que les gérants sont peu à l'aise avec la gestion obligataire ISR.

Sur quelle base un État doit-il être noté ?

Pour ceux qui considèrent que cette première question fondamentale doit être dépassée, notamment au titre d'une politique ISR cohérente appliquée à l'ensemble des actifs, alors se présentent d'autres questions théoriques principalement de deux ordres : quel périmètre évaluer, et selon quels critères.

⁷ Notation entre AAA et BBB- selon l'échelle de notation de Standard & Poor's correspondant à un risque faible. Plus risqués, les émetteurs disposant d'une notation inférieure à BBB- sont ainsi souvent écartés des univers d'investissement.

Quelle entité prendre en compte pour l'évaluation ?

- Une entité géographique : cela entraîne des biais manifestes dus à l'évaluation d'éléments plus ou moins contrôlables par l'autorité publique, comme les ressources forestières, l'accès à l'eau ou la concentration de la population.
- Une entité démographique : les indicateurs de résultats qui dépendent des moyens de l'autorité publique, et donc du niveau de richesse et de développement de l'État, par exemple le taux d'alphabétisation, la mortalité infantile, l'espérance de vie, déséquilibrent eux aussi les classements.
- Une institution politique : cela pose la question de la façon de juger une politique, surtout au regard des différences de développement (pays en post-industrialisation ou en plein développement économique) et des gouvernements au pouvoir, dont l'orientation est choisie par les électeurs.

Il n'existe pas à ce stade de réponse universelle à cette question, et l'approche la plus pragmatique semble être de combiner des critères prenant en compte les différentes facettes des entités souveraines. D'ailleurs, en guise de comparaison, rappelons tout de même que cette question se pose aussi pour les entreprises : quel est le périmètre de responsabilité d'un émetteur privé ? La réponse n'est pas non plus entièrement arrêtée à ce jour, mais un consensus, qui se traduit en général par une combinaison de critères questionnant tant la gouvernance et ses effets directs que son impact sur les parties prenantes, qu'elles soient proches (salariés, actionnaires, clients et fournisseurs) ou plus éloignées (société civile), s'est rapidement formé pour permettre aux gérants ISR d'avancer et d'affiner progressivement leurs méthodes d'analyse et de sélection extra-financière des entreprises. D'autres critères, davantage liés à des questions éthiques, font toujours débat ; c'est alors généralement en fonction de la sensibilité de l'investisseur qu'ils sont ou non pris en compte.

Quel référentiel méthodologique et donc quelles valeurs défendre ?

Les référentiels de valeurs, l'importance d'une dimension ESG par rapport à une autre et la sensibilité à certains enjeux diffèrent souvent d'un pays à l'autre, voire peuvent être nuancés entre investisseurs d'un même pays. À défaut de porter des valeurs spécifiques, un investisseur doit-il prendre son pays pour référentiel et y comparer les autres États ? Par exemple, un Français n'aurait pas a priori négatif vis-à-vis du nucléaire mais exclurait les États pratiquant la peine de mort, critère que ne prendrait pas en compte un Américain. On peut ainsi considérer qu'en tant qu'investisseur, on est tenu de respecter les lois et traités de son pays. La Belgique a d'ailleurs interdit les investissements dans les entreprises impliquées dans la fabrication et le commerce de bombes à sous-munitions et de mines antipersonnel parce qu'elle avait ratifié les traités correspondants ; de là à exclure les États n'ayant pas ratifié les mêmes traités (Oslo et Ottawa), il n'y a qu'un pas.

D'autres États souhaiteraient aller plus loin en interdisant à leurs fonds de pension publics de co-investir dans des entreprises aux côtés des fonds souverains d'États critiqués pour leur non respect des droits humains ou l'utilisation d'armes controversées (Soudan, Iran, Israël). En 2008, un député de l'État de Californie a ainsi soutenu une loi visant à interdire à des fonds comme CalPERS ou CalSTRS d'investir dans des entreprises détenues par des fonds souverains de régimes controversés. Cette loi, qui n'a pas été adoptée, visait notamment les fonds souverains chinois et d'Abu Dhabi. La Banque Robeco a quant à elle défini une liste de pays controversés en s'appuyant sur les résolutions du conseil de sécurité de l'ONU, et exclut ainsi tout investissement en Iran,

en Corée du Nord et en Somalie, qu'il s'agisse d'emprunts d'État ou de relations commerciales avec des entreprises résidentes.

La réponse de l'analyse multicritères

La recherche de critères et de sources opposables...

La plupart des agences de notation proposent aujourd'hui un outil de notation des États balayant de multiples critères tant normatifs que statistiques, généralement adaptable en fonction des besoins du client (sélection de critères, pondérations et ratios) et couvrant des univers de pays variables, entre 50 et 160 pays (*voir tableau en annexe pour plus de détails*).

Du côté des sociétés de gestion, sur les 23 répertoriées comme actives sur l'obligataire ISR appliqué aux États, 10 ont construit leur propre référentiel de notation, et 13 choisissent de prendre en compte les notes fournies par les agences ; parmi celles-là, 8 ont fait le choix de retravailler les notes en interne ou ont l'intention de le faire.

Comme il n'existe pas de consensus sur les critères à adopter, l'objectif principal de nombreux acteurs reste jusqu'ici de sélectionner des indicateurs reconnus et opposables provenant pour la plupart d'organismes internationaux ou d'ONG. Les agences de notation et les sociétés de gestion s'appuient généralement à la fois sur des données chiffrées issues de sources publiques ou privées reconnues, et sur des référentiels internationaux. Il s'agit d'indicateurs quantitatifs comme les émissions de CO₂, chiffres fournis par les Nations Unies (United Nations Framework Convention on Climate Change) ou l'indice de perception de la corruption publié par Transparency International par exemple. Ce dernier, bien qu'assez subjectif dans la mesure où il n'existe pas de mesure effective de la corruption, est utilisé de façon plutôt consensuelle tant la corruption est une donnée incontournable en terme de gouvernance des États.

...rend plus complexe l'atteinte d'analyse pertinente

Le choix de ces sources très formelles et comparables d'un État à l'autre, éventuellement opposables pour un client, ne laisse pas vraiment de marge de manœuvre aux analystes pour une appréciation personnelle fine et travaillée, à l'instar de ce qui peut se faire pour les entreprises. Il faut en effet aller au-delà de ces critères : la Fédération Internationale des ligues des Droits de l'Homme (FIDH), qui est partie prenante du fonds Libertés et Solidarités géré par La Banque Postale AM, a dégradé la note du Danemark quand ce pays s'est joint à la coalition en guerre en Irak ; une telle analyse n'aurait pas été possible dans le cadre des indicateurs « conventionnels ».

De plus, cette approche conduit fréquemment à un biais qui favorise les pays les plus riches – comme la Finlande ou la Norvège – au détriment des pays en développement comme la Turquie ou le Mexique. Rappelons en effet que les pays scandinaves sont très peu endettés et ont donc peu recours aux émissions obligataires, tandis que les pays du Sud peinent à financer leur développement.

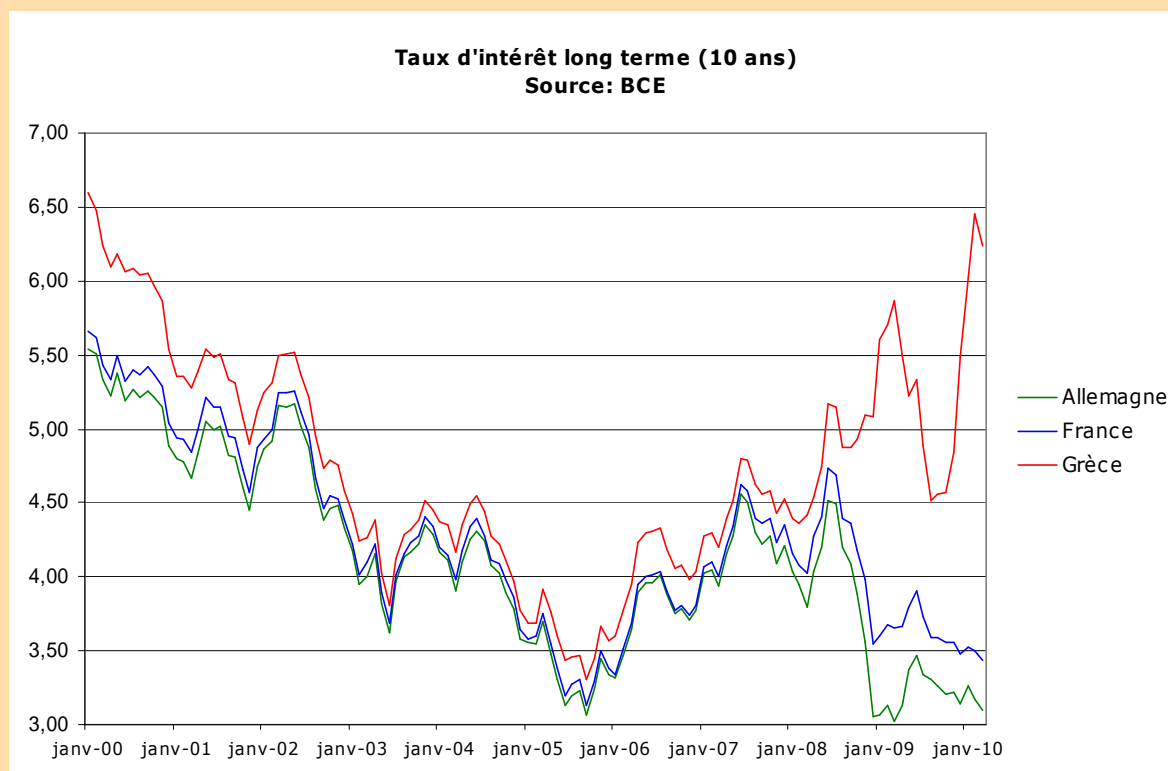
Un autre problème pour les gérants concernant ces données est le manque d'actualisation. Le plus souvent, les agences révisent leur notation des États chaque année, au même rythme que la publication des indicateurs pris en compte. Certaines sociétés de gestion y voient une limite importante, peu en phase avec leur habitude de mettre à jour leurs analyses quasiment au quotidien, renforcée par le décalage temporel entre les données collectées par les différentes sources et la publication des indicateurs (Banque Mondiale, Eurostat, par exemple).

Plusieurs gérants et agences de notation disent aujourd'hui réfléchir à la façon dont ils peuvent intégrer de l'information récente émanant de sources diverses, en complément des données statistiques et normatives officielles. Mais souvent, la question de l'intégration de telles données dans les notations, leur pertinence, leur opposabilité et leur comparabilité restent des obstacles pas encore surmontés.

La Grèce : une analyse ESG qui ne convainc pas ?

La Grèce, qui a fait la une des journaux depuis des semaines, est un exemple flagrant des limites de l'analyse ESG des États en termes d'absence d'impact et du peu de confiance que lui accordent les gérants.

Dans la plupart des classements, la note ESG de la Grèce est faible depuis longtemps, notamment sur la gouvernance. Or, depuis l'entrée de cet État européen dans la zone Euro en 2001, sa notation financière ainsi que les niveaux de *spread* associés à ses obligations ont été quasiment alignés sur ceux d'autres grands États de la zone comme l'Allemagne, et ce jusqu'à l'apogée de la crise financière en 2008. Les écarts de notation financière sont alors réapparues, et se sont encore aggravés depuis la révélation début 2010 des problèmes de gouvernance et plus généralement des problèmes financiers auxquels le pays fait face actuellement.



Pour autant, les gérants interrogés sont loin d'affirmer que la mauvaise note ESG de la Grèce était un signe avant-coureur de la dégradation de sa note crédit et des risques croissants pour les détenteurs de titres grecs. Pour eux, on n'avait pas identifié le bon problème : les critères de notation sur la gouvernance ne portaient pas sur la manipulation des comptes, ce qui confirme que l'analyse ESG n'est pas suffisamment fine pour discerner ou anticiper des risques ESG ayant un impact financier.

IV.

Deux pistes de mise en œuvre

Au vu des limites actuelles de l'analyse extra-financière des États, les gérants ISR obligataires cherchent des solutions ou des alternatives à l'approche de sélection ESG de type *best-in-class*, telle qu'elle est appliquée pour la quasi-totalité des fonds ISR actions en France. Pour cela, ils choisissent soit d'affiner leur méthodologie pour la rendre plus pertinente, soit de la simplifier pour la rendre plus claire.

Travailler sur les méthodologies multicritères

Sélectionner des critères pertinents et corriger les biais des notations

Pour retravailler les données apportées par les référentiels opposables, et tenter d'aborder la *matérialité des notations*⁸, plusieurs axes sont développés. Ils visent à privilégier les critères les plus pertinents, ainsi qu'à corriger les biais engendrés par le recours à des indicateurs bruts.

Pour ce qui est de la pertinence des critères retenus, elle reste tributaire de la vision de l'investisseur, la matérialité des enjeux extra-financiers restant à établir pour les obligations d'État. De ce fait, les sociétés de gestion et investisseurs institutionnels – et dans une moindre mesure les agences de notation – assument leurs choix de critères et de pondération des thèmes en mettant en avant leurs propres valeurs. Par exemple, Agicam (la société de gestion du groupe de retraite et prévoyance AG2R) ou l'ERAFP mettent l'accent sur le pilier social, l'ERAFP ne considérant pas par ailleurs le nucléaire comme un point pénalisant dans l'évaluation d'un État.

En outre, les indicateurs usuels étant statiques et ne prenant pas en compte le niveau de développement de l'État, plusieurs pistes sont envisagées :

- Regrouper les États en groupes comparables, le but étant de pouvoir appliquer une approche *best-in-class* en considérant que les « classes » correspondent à des niveaux de développement.
- Corriger les notations des États par rapport à des indicateurs de richesse et de développement, ce qui rend tous les niveaux de développement comparables. Ce service est proposé par des agences de notation comme Vigeo et EIRIS, qui mettent à disposition des clients des indicateurs socio-économiques permettant de recalculer les notations extra-financières. Macif Gestion adopte une approche légèrement différente qui consiste à repondérer les critères extra-financiers en fonction du niveau de développement.
- Prendre en compte des tendances en plus des données ponctuelles. Le fait de suivre leur évolution permet en effet d'évaluer non seulement la performance des États mais aussi les efforts qu'ils déploient, et revient à moins pénaliser un État en retard de développement. L'agence Oekom considère par exemple, pour certains indicateurs, l'évolution de la note à court et long terme.

⁸ La matérialité des notations extra-financières correspond à leur impact financier ou économique, ou encore à la corrélation entre la performance boursière d'un titre et ses caractéristiques ESG.

Ces réflexions autour de la pertinence des indicateurs extra-financiers et de leur lien avec le niveau de développement des États ont le mérite de poser la question plus fondamentale de la mesure de la richesse d'un État : on est encore loin d'une remise en cause de la « dictature du PIB », mais ces pistes permettent d'avancer vers de nouveaux indicateurs plus adaptés pour mesurer la politique de développement durable d'un État. Des acteurs comme Groupama AM mettent en avant le rôle essentiel de la recherche académique pour concevoir et valider ces nouveaux indicateurs, notamment pour tenter de démontrer la corrélation existant avec les dimensions économiques et financières d'un État, moyen incontournable pour bien convaincre les gérants obligataires de l'utilité de telles analyses.

Des classements différents selon la méthodologie...

Lorsqu'on regarde la tête des classements résultant de l'analyse extra-financière des États, on retrouve souvent d'un acteur à l'autre une forte concentration de pays nordiques. Ceux-ci sont en effet bien notés sur la plupart des indicateurs fréquemment utilisés, et leur classement est donc peu affecté par les différences de pondération des enjeux ESG. Mais en regardant plus loin dans les classements, les ajustements effectués font varier sensiblement la position de certains États :

- Correction par rapport à des indicateurs de richesse et de développement : chez La Banque Postale AM, cette correction vise à mesurer l'effort ESG des États en fonction de leurs moyens. Conséquence : le Portugal est propulsé vers le haut du classement, et l'Irlande inversement vers le bas du classement.
- Choix des critères : par sa méthodologie, l'agence allemande Oekom se positionne contre le nucléaire alors que les acteurs français, sociétés de gestion et institutionnels, ne souhaitent pas pénaliser les pays encourageant le recours à l'énergie nucléaire dont la France fait partie. Au-delà de ce critère précis, l'ensemble des indicateurs retenus pour un thème peut faire varier les classements : sur le pilier environnemental par exemple, la France est bien mieux notée que l'Irlande chez KBC AM, mais sensiblement moins bien chez HSBC Global AM.
- Pondération des thèmes : la place accordée à chacun des piliers ESG peut également affecter le classement général des États. Ainsi, le poids de l'environnement dans la note globale peut varier de 20% chez Petercam à 70% chez Fédéris Gestion d'Actifs, cette société de gestion ne considérant pas les autres piliers suffisamment discriminants parmi les émetteurs en euro. En comparant leurs méthodes d'évaluation, il ressortirait que la Slovaquie est plus performante sur la dimension environnementale qu'en matière sociale, puisqu'elle est investissable pour Fédéris mais non pour Petercam. Dans une démarche similaire, l'ERAFP privilégie les aspects sociaux dans une plus grande mesure que KBC Asset Management, ce qui fait par exemple que l'Irlande, bien notée sur la thématique des droits humains, est mieux classée par le premier que par la seconde.

Ces partis pris ou « biais culturels » mettent en relief la subjectivité de la notation des États et la nécessité pour l'investisseur d'assumer ses choix.

... se traduisant par des choix de gestion moins tranchés...

Les pratiques de gestion sont aussi variées que la notation : on dénombre une vingtaine de sociétés de gestion et institutionnels détenant des portefeuilles ISR d'obligations

IV. DEUX PISTES DE MISE EN ŒUVRE

d'État et autant de processus de sélection ESG. La majorité tente cependant de ne pas trop s'écarter de l'indice de référence pour ne pas brusquer leur *tracking error*⁹.

- Cela rend les pratiques de type *best-in-class*, telles qu'on les connaît sur les actions, moins fréquentes ; c'est le cas par exemple de Fédéris Gestion d'Actifs ou Petercam, et cette pratique concerne plutôt des fonds de taille modeste.
- Une bonne moitié des acteurs, bien plus que pour les actions, ont recours à la surpondération ou la sous-pondération des États, que ce soit par rapport à l'indice ou selon leur position dans le classement ESG. C'est le cas de La Banque Postale AM pour ses fonds LBPAM Première, qui scinde l'univers en trois tiers, limite la part du dernier tiers à 15% maximum du portefeuille en terme de sensibilité, et étend celle du premier tiers à 55% minimum.
- Certains enfin mêlent les deux : les pays les plus mal notés sont exclus du portefeuille, et certaines contraintes de pondération sont appliquées aux pays investissables. HSBC Global AM, par exemple, exclut les 20% d'États les moins bien notés, limite le poids des 30% suivants à leur poids dans l'indice et n'applique pas de contraintes aux 50% d'États les mieux notés.

... et une sélectivité inégale

La question de la sélectivité se pose d'autant plus que la plupart des fonds obligataires investis en titres souverains se concentrent sur quelques États, voire même sont « mono-pays ». Dès lors, toute stratégie de sélection extra-financière s'avère difficile, car réduisant encore des univers d'investissement déjà très restreints. Il ressort d'ailleurs des échanges avec les praticiens que c'est finalement bien là le point bloquant des approches ISR appliquées aux États, bien davantage que la légitimité d'un investisseur à utiliser des paramètres d'évaluation ESG pour de tels émetteurs. C'est pourquoi certains gérants vont jusqu'à éluder le problème en mettant en avant le fait que par nature des États membres de l'OCDE ou de l'UE seraient en conformité avec des critères ISR. Il faut pourtant rappeler que l'on observe des niveaux de corruption, des politiques sociales, des engagements en faveur de l'environnement, pour ne citer que quelques critères, très disparates au sein même de l'UE. Ainsi, la gestion des déchets s'avère aussi calamiteuse en Italie qu'elle peut être vertueuse (et source d'emploi et de richesse) en Finlande. De même, si l'on observe l'Indice de Perception de la Corruption (IPC), les seuls États de l'UE s'échelonnent de la 2nde place pour le Danemark à la 71^{ème} place pour la Grèce, sur 180 États classés.

Se référer à des normes internationales

Non convaincus par la lisibilité relative et la pertinence des analyses ESG multicritères des États, une poignée d'institutionnels (quatre) et de sociétés de gestion (deux) ont préféré se tourner vers des approches plus marquées et moins complexes que l'on peut qualifier d'approches d'exclusions normatives. Les agences de notation fournissent d'ailleurs de plus en plus des outils permettant aux investisseurs de réaliser ce type de filtre normatif. L'IPC de Transparency International, l'indice de liberté de Freedom House ou encore les conventions de l'OIT peuvent servir de référence.

Ce type d'approche a un intérêt réel quant à l'appropriation des enjeux ESG par les investisseurs, et l'on constate quelques exemples de prises de position qui s'avèrent politiquement assez fortes. L'ERAFP exclut par exemple les paradis fiscaux, les pays

⁹ La *tracking error* est la mesure du risque relatif pris par un fonds par rapport à son indice de référence.

pratiquant la peine de mort ou la torture ou ayant recours aux enfants soldats. CNP Assurances appuie maintenant les choix d'une partie significative de ses investissements sur l'IPC de Transparency International.

L'exclusion des pays autorisant la peine de mort conduit ainsi à écarter les États-Unis et le Japon, qui sont deux émetteurs importants de dette. Cela dit, il faut rappeler que ces pays émettent surtout dans leur monnaie locale à destination des investisseurs locaux. Globalement, ce type d'exclusion impacte donc modérément les portefeuilles investis en émissions libellées en euro. En outre, la plupart des pays industrialisés ont ratifié les traités internationaux concernant les droits humains, le droit du travail, etc. D'autre part, les pays exclus sont bien souvent des États ne bénéficiant pas d'une notation financière suffisante pour y investir puisque nombre de fonds se limitent aux émissions obligataires *investment grade*.

Quant aux listes noires des paradis fiscaux prises en compte par certains investisseurs, elles se révèlent peu adaptées aux univers d'investissement d'obligations d'État. L'OCDE a retiré sa liste des paradis fiscaux non coopératifs en mai 2009, tous ceux qu'elle avait désignés comme tel ayant pris des engagements de transparence et d'échange d'information. En France, le gouvernement a publié en avril 2010 une liste de 18 États jugés non coopératifs sur le plan fiscal, liste qui ne contient aucun État européen.

En pratique, les investisseurs ne se réfèrent d'ailleurs pas uniquement aux traités et listes internationaux mais combinent généralement une approche d'exclusion à des approches de sélection ou de pondération.

Enjeux de demain

Allouer des moyens à la recherche et l'analyse

Dans les agences, la plupart des analystes sont dédiés aux entreprises. Au sein des sociétés de gestion, ce sont au mieux des temps partiels sur l'obligataire d'État. Le travail des analystes extra-financiers au sujet des États semble aujourd'hui consister principalement à mettre à jour les données à mesure qu'elles sont publiées par les organismes officiels ou à faire des ajustements méthodologiques plutôt qu'une analyse ESG réellement fine et poussée d'un État. Cependant, les agences semblent avoir mesuré une demande croissante et ont quasiment toutes développé des offres de notation des obligations souveraines durant les dernières années.

Comme elles l'ont fait depuis une dizaine d'années concernant la notation ESG des entreprises, les agences semblent lancées dans une course à la couverture, et revendiquent des univers évalués bien plus larges que les univers d'investissement effectifs. Vigeo analyse par exemple 160 pays, dont certains n'émettent pas ou peu d'obligations sur les marchés, ce qui élargit le spectre de comparaison mais ne rejoint pas encore la demande des investisseurs, qui porte principalement aujourd'hui sur les pays de l'UE et de l'OCDE. Les univers d'investissement s'appuient d'ailleurs généralement sur les (bonnes) notations financières ; or, par exemple, Moody's ne note qu'une centaine d'États, et seule une soixantaine d'États ressort « *investment grade* ». L'analyse d'univers d'États aussi larges se fait donc au détriment d'une analyse plus poussée et discriminante des États réellement investis.

Pour avancer sur le sujet, agences de notation et analystes extra-financiers internes aux sociétés de gestion doivent donc focaliser leur recherche sur les pays effectivement investis, en s'appuyant par exemple sur les déboires actuels rencontrés par la Grèce et les doutes qui pèsent sur d'autres États de l'UE en matière de solvabilité, en cherchant les corrélations possible entre les paramètres économiques et sociétaux. La piste est

IV. DEUX PISTES DE MISE EN ŒUVRE

lancée : plusieurs agences travaillent actuellement sur la déclinaison d'indicateurs spécifiques aux pays développés. Une autre solution réside peut être dans l'idée d'Innovest-RiskMetrics qui consiste à noter deux groupes, l'un composé de 32 États développés et l'autre de 18 États émergents, l'analyse de chaque groupe étant vendue séparément. Ainsi, l'agence resitue son modèle économique (et donc l'allocation de ses ressources de recherche à venir) dans le contexte de la demande des investisseurs. Dans le même ordre d'idée, plusieurs gérants ont expliqué retravailler en interne les notes de l'agence de notation en se focalisant sur leur univers d'investissement effectif.

Travailler la transparence

Le fait que certaines sociétés de gestion soient mal à l'aise avec la méthodologie à adopter se reflète dans le manque de clarté sur leur processus ISR appliqué aux États. Le degré de transparence des différents acteurs est très variable, tant sur les critères et les indicateurs pris en compte que sur le processus de sélection, la liste des pays éligibles ou les pays effectivement investis.

Pourtant, les sociétés de gestion adoptent parfois des positions assez tranchées vis-à-vis de certains États et leurs souscripteurs sont en droit de les connaître pour conserver une dimension de transparence indissociable de l'ISR. Dès lors, s'il n'existe pas de consensus sur la notation et la sélection ESG des États, il reste à chacun de juger si les choix de la société de gestion sont en accord avec ses valeurs ou croyances personnelles.

À ce titre, il faut saluer l'initiative de KBC Asset Management qui présente, pour les États comme pour les entreprises, le détail de ses notations et de l'éligibilité des titres au sein de ses portefeuilles ISR, de façon publique à travers son site Internet.

Affirmer ses choix

D'un point de vue opérationnel, un travail de définition des valeurs et de corrélation entre ces valeurs et les politiques d'investissement reste à mener dans nombre de maisons, afin de définir les fondamentaux sur lesquels peuvent s'asseoir des politiques de sélection ou d'exclusion marquées pour les États comme pour les entreprises.

Chez les acteurs de la gestion financière, étant donné les difficultés techniques pour restreindre les univers d'investissement sur la base des notations ESG existantes et vu, par ailleurs, que les notations ESG sont très fréquemment corrélées aux notations financières, la solution pourrait résider dans la recherche d'États dont les notes extra-financières (ou certains indicateurs ESG spécifiques) et les notations financières divergent : soit la note ESG est négative pour un pays par ailleurs bien noté par les agences de notation financières et l'on peut tenter d'identifier les cas de figure et les critères ESG permettant d'anticiper des situations économiques dégradées à terme ; soit un État est considéré hors d'un périmètre financièrement acceptable et une analyse ESG favorable ou montrant une tendance positive pourrait autoriser un surcroît de confiance et donc un investissement dont le rendement financier serait supérieur aux titres les mieux notés financièrement.

Ici bien sûr, la question du niveau de confiance des gérants dans les indicateurs ESG reste posée et l'aide de la recherche académique sera certainement nécessaire pour trouver les indicateurs pertinents, en tentant d'appréhender des horizons d'analyse de long terme, rarement abordés jusqu'ici.

V.

Quel impact sur les pratiques des États ?

Alors que via la détention d'actions, les investisseurs identifient un levier d'influence potentiel sur les politiques environnementales et sociales des entreprises, nous sommes encore loin d'une telle démarche vis-à-vis des États. La sélection ou l'exclusion d'États de l'univers d'investissement peuvent-elles influencer leurs politiques ? Et quelles questions de telles approches soulèvent-elles ? Plus en aval, la détention d'obligations d'État peut-elle permettre un dialogue, voire des pratiques d'engagement plus poussées entre investisseurs et émetteurs ? Enfin, comment l'investissement dans des obligations d'État peut-il se traduire par un accompagnement des politiques de développement – durable – de ces États et comment éviter de pénaliser les États les moins avancés ?

Exclure un État : message fort ou casse-tête politique ?

D'un point de vue purement comptable, les volumes en jeu semblent encore insuffisants pour que l'exclusion d'un État de l'univers d'investissement socialement responsable ait un quelconque effet sur son financement, voire sa réputation, et donc un impact sur ses pratiques. D'une part, les référentiels d'analyse ESG et donc les classements variant d'un investisseur à l'autre, un même État de l'OCDE est rarement exclu par l'ensemble des investisseurs. D'autre part, à quelques exceptions près, les grands investisseurs en obligations d'État que sont les institutionnels rechignent à assumer de telles exclusions, ce qui mène à la question de la légitimité de telles approches.

En effet, en l'absence d'un cadre d'analyse consensuel, chaque investisseur doit assumer pleinement son référentiel et ses conséquences sur l'univers d'investissement. Dans ce cadre, on peut faire la distinction entre un fonds ouvert et un investisseur institutionnel : un fonds comme Libertés et Solidarités (La Banque Postale AM), conçu avec la Fédération Internationale des ligue des Droits de l'Homme, assume pleinement la vision de la FIDH sur une thématique affirmée et militante, celle du respect des droits humains ; libre ensuite à l'investisseur particulier ou institutionnel de souscrire à ce fonds et à son message. D'autant plus que dans ce cas, le positionnement du fonds est principalement porté par la FIDH et non par l'investisseur. Un institutionnel n'est en revanche pas comparable à une ONG : il est investisseur avant d'être militant. Il peut porter son propre cadre de valeurs mais cela l'engage beaucoup plus dans le débat politique ; il est sans doute moins en position d'assumer des exclusions « militantes », surtout s'il est au premier plan et qu'il doit justifier la légitimité de son référentiel. L'ERAFP a tout de même franchi le pas puisqu'il exclut les États-Unis et le Japon au nom du rejet de la peine de mort. La question est cependant de savoir si les États-Unis ou le Japon peuvent être influencés par le fait qu'un investisseur français ait décidé de les exclure. Techniquement, la réponse est clairement non mais d'un point de vue politique, elle demeure ouverte. Elle se pose d'ailleurs d'autant plus pour des États comme l'Italie ou la Grèce, parfois exclus des fonds ISR et dont la dette est en majorité effectivement détenue par les investisseurs européens.

Pour les sociétés de gestion, au-delà d'un fonds spécifique comme celui de la FIDH, le problème vient de cette absence de consensus sur les référentiels. Natixis AM pourrait, à

V. QUEL IMPACT SUR LES PRATIQUES DES ETATS ?

terme, assumer l'exclusion d'un pays comme l'Italie, mais il faut un discours solide et partagé par la communauté ISR, s'appuyant sur une forte expertise interne et donc un réel travail qui n'est pas encore abouti. Chez Groupama AM, on admet l'analyse ESG des États mais on conteste la maturité pour parler de sélection : « Personne n'y est prêt, intellectuellement parlant ».

Les gérants sont d'autant moins enclins à des arbitrages extra-financiers qu'ils travaillent au sein d'univers d'investissement restreints. Et lorsqu'une société de gestion comme Fédéris Gestion d'Actifs assume l'exclusion de la Belgique et de l'Italie, elle reconnaît volontiers certains biais de performance en fonction des conjonctures de marché. Mais ces biais ne sont pas forcément négatifs : Petercam publiait ces derniers jours un communiqué annonçant : « Le Petercam L Bonds Government Sustainable en grande forme... » ; ce dernier affiche en effet une performance supérieure de plus de 400 points de base (4 points de pourcentage) au fonds maison non ISR équivalent depuis le début de l'année.

Face à ces problèmes, beaucoup privilégient ou veulent privilégier un travail sur les pondérations des États qui vise à favoriser les États les mieux notés d'un point de vue ESG, sans pour autant créer des biais aussi marqués que ceux causés par l'exclusion d'émetteurs importants.

Le cas du pays de l'investisseur

La dimension politique reprend de l'ampleur dès lors qu'il s'agit de l'éventuelle exclusion de son propre pays, souvent un émetteur important du portefeuille. Un investisseur institutionnel peut-il, au nom de son référentiel, exclure de son univers d'investissement les obligations émises par son pays sans que cela n'attise de controverses ? La question ne semble pas se poser pour les investisseurs que nous avons interrogés, la France étant généralement suffisamment bien notée. À ce sujet, on peut penser à un biais naturel qui semble tout à fait légitime : un investisseur institutionnel français aura culturellement tendance à privilégier les aspects sociaux dans son référentiel d'analyse ; c'est d'ailleurs le cas de l'ERAFP ou encore d'AG2R. Pour ces mêmes raisons culturelles, l'État français lui-même privilégie ces aspects sociaux et se retrouve forcément mieux noté dans ce domaine. On peut penser qu'il en est de même en Allemagne pour les enjeux environnementaux : la méthodologie d'Oekom, agence de notation extra-financière allemande, met l'accent sur le pilier environnemental et propose aux investisseurs l'exclusion des États ayant recours au nucléaire, pratique fréquemment mise en œuvre par les investisseurs suisses, alors qu'un français aura au contraire tendance à privilégier le recours à l'énergie nucléaire. De plus, l'analyse plus fine du mix énergétique d'un État donne lieu à une note sur une échelle de A à D, la meilleure note A étant attribuée aux énergies renouvelables et D la moins bonne aux énergies telles que le nucléaire ou le charbon.

La question de l'exclusion de son propre État est ainsi souvent éludée. Pourtant, on peut penser qu'un État ne prendra réellement la mesure de son exclusion que si celle-ci est mise en place par un investisseur « local », partageant a priori des valeurs communes et soulevant de ce fait un débat national sur les raisons de cette exclusion.

Dialogue avec les émetteurs : une question de volume ou de légitimité ?

Certains éléments sont avancés pour justifier la pertinence d'une éventuelle démarche d'engagement vis-à-vis des émetteurs souverains : d'une part, l'intérêt que cela présente comme substitut à des approches de sélection ou d'exclusion parfois problématiques, notamment au niveau de la gestion financière, le cas extrême étant celui des fonds mono-pays pour lesquels c'est la seule démarche ISR possible ; d'autre part, l'aspect récurrent de ces émissions et leur caractère parfois spécifique, lié à un projet donné, ce qui donne à l'investisseur un possible levier à l'occasion de chaque nouvelle émission.

Cependant, tous les investisseurs semblent d'accord pour affirmer qu'une telle démarche est au pire, impraticable, au mieux prématurée. Plusieurs raisons sont avancées à cela :

- Les volumes investis : si cela est envisageable dans le cas de la dette des collectivités locales, le poids d'un seul investisseur dans la dette d'un État est négligeable et ne permet pas ce type de démarche, à l'exception notable d'un assureur comme CNP Assurances dont le volume d'actifs obligataires dépasse les 100 milliards d'euros. Cet argument est avancé par la majorité des investisseurs interrogés ; mais leur poids est-il significativement plus important dans le capital des entreprises vis-à-vis desquelles ils revendiquent des approches de dialogue et d'engagement ? Et lorsque celui-ci est insuffisant, quid d'un possible engagement collaboratif ?
- La maturité des investisseurs : encore et toujours en l'absence de référentiel acceptable et d'indicateurs fiables, des sociétés de gestion comme Groupama AM ne s'estiment pas encore aptes à présenter des éléments tangibles à la Direction du Trésor ; elles peuvent véhiculer des réflexions sur le sujet, mais influencer les politiques paraît difficile.
- La prépondérance des stratégies « *buy and hold* » : elles consistent à conserver les obligations investies jusqu'à maturité et se confrontent à l'alternative de vente en cas de dialogue infructueux. Cela n'empêche cependant pas un investisseur de réduire son exposition à un État dont les pratiques sont jugées inacceptables lors de nouvelles émissions obligataires ou de lui allouer un malus financier et d'en attendre un rendement supérieur.
- L'absence d'interlocuteur sur les enjeux extra-financiers : contrairement aux émetteurs privés, la relation entre les investisseurs et les agences en charge de placer les émissions obligataires des États (par exemple l'Agence France Trésor) reste à ce jour strictement financière et très technique. Au-delà des questions de maturité des obligations, de liquidité des titres et de transparence sur les calendriers d'émissions (et donc l'échelonnement de la dette de l'État considéré), peu de lien est fait entre le budget d'un État et ses émissions obligataires. Pourtant, la crise a généré deux ouvertures qui pourraient aller dans ce sens : d'une part, les États se sont fortement endettés pour sauver les banques en 2008 et les agences qui placent leur dette acceptent à présent d'aborder des questions de rigueur budgétaire qui soulèvent indirectement la question de l'allocation des ressources à long terme au-delà de la seule augmentation du PIB. D'autre part, la situation délicate dans laquelle se trouve nombre de services du Trésor les rend particulièrement réceptifs aux questions des investisseurs, questions qu'ils peuvent identifier lors des « *road show* » réalisés en amont des émissions. Cela dit, les corrélations entre endettement et croissance, dimension économique,

V. QUEL IMPACT SUR LES PRATIQUES DES ETATS ?

financière et extra-financière restent à définir et à intégrer dans ces relations où elles restent complètement absentes jusqu'ici, même dans des cas extrêmes comme celui rencontré par la Grèce ces derniers mois.

Accompagner le développement d'un État

Question des pays émergents

Dans le souci de se cantonner à des indicateurs objectifs et opposables, les analystes extra-financiers finissent par favoriser quasi systématiquement les pays développés, notamment les pays nordiques. Se pose de ce fait la question philosophique du financement des pays émergents : l'ISR a-t-il vocation à se cantonner à la Finlande ou alors doit-il accompagner le développement des pays d'autres continents en encourageant des politiques durables ?

Pour corriger le biais Nord-Sud de la notation, certaines agences de notation et sociétés de gestion ont mis en place plusieurs pratiques, que ce soit au niveau de l'analyse ou au niveau de la gestion.

Sur l'analyse, La Banque Postale AM a identifié plusieurs indicateurs exogènes étroitement corrélés à la note ESG d'un pays : le PIB par habitant, la dispersion du PIB et le montant de la dette publique. Allianz Global Investors France travaille de même, en partant du principe qu'un pays ne devrait pas être pénalisé s'il n'a pas les mêmes cartes en main et en retraitant les notes en fonction de ces indicateurs. Les pays de l'Est (Slovénie, Slovaquie, Croatie...) voient ainsi leur note révisée positivement.

Chez Macif Gestion, ce sont les pondérations des différents critères qui varient selon les États européens, regroupés en plusieurs zones en fonction de leur PIB par habitant : par exemple, l'environnement et l'aide au développement sont surpondérés pour les pays les plus avancés, alors que ce sont la gouvernance et le niveau de développement (santé, illettrisme) qui prévalent pour les pays les moins avancés. L'agence EIRIS propose également un découpage des pays en fonction du classement de la Banque Mondiale (basé sur le revenu national brut en parité de pouvoir d'achat) afin de pouvoir comparer la note d'un pays à celle de ses pairs.

Dexia AM a adopté une autre méthode, qui consiste à sélectionner les 50% d'États les mieux notés pour chaque risque crédit pour constituer l'univers d'investissement. La logique est a priori proche puisque le risque crédit est assez corrélé au niveau de développement du pays.

Émissions dédiées

Alors que les détenteurs d'actions n'ont pas d'influence directe sur un projet ou une politique spécifique, les obligations représentent un apport d'argent qui peut être directement lié à un projet.

Au mois d'avril, l'IFC (La Société Financière Internationale, Banque Mondiale) a ainsi émis ses premiers « *Green Bonds* » pour un montant de 200 millions d'euros destinés à financer des énergies renouvelables, des projets de réduction de consommation d'énergie et plus généralement des projets favorables à l'environnement dans les pays développés. Sur le même modèle que des émissions de ce type, déjà réalisées auparavant par des collectivités (Nord - Pas-de-Calais) et des supranationaux (Banque Mondiale, BEI), les États seront peut être amenés à conduire des émissions obligataires spécifiquement dédiées à une politique ou un projet dont les agences et les sociétés de gestion auront moins de difficulté à mesurer le caractère durable, et peut-être y associer une prime de risque bonifiée.

V. QUEL IMPACT SUR LES PRATIQUES DES ETATS ?

Quel que soit l'émetteur, la transparence et le suivi dans le temps des opérations effectivement financées seront déterminants dans la généralisation de ce type d'opération. On n'en est cependant pas encore là, même si les dimensions « vertes » des plans de relance, ou en France le grand emprunt, commencent à s'en rapprocher.

Conclusion

Trois ans après la publication de la première étude Novethic consacrée aux fonds obligataires ISR, le constat sur les obligations d'État reste mitigé.

D'un côté, des agences de notation ont investi dans des outils de rating multicritères paramétrables selon les choix des investisseurs ; de l'autre, les sociétés de gestion ont travaillé pour reproduire des processus de gestion ISR obligataire calqués sur ce qui a été développé auparavant pour les fonds actions.

Pourtant, les processus ainsi déclinés laissent généralement assez peu de place à l'approche ISR dont l'impact sur les portefeuilles reste assez théorique. Cela est avant tout lié à la nature même des univers d'investissement en obligations d'État. Ceux-ci sont en effet déjà très restreints par l'analyse financière et les réduire encore avec des contraintes extra-financières complémentaires s'avère assez peu séduisant pour les gérants.

La nature de l'analyse ESG pose également question : des référentiels existent, produisent des notes généralement corrélées aux notations financières, mais lorsqu'elles en divergent, leur capacité à anticiper des enjeux non encore identifiés par l'analyse crédit des grandes agences de notation (Moody's, S&P...) n'est pas entendue. Il faut dire également que ces notations extra-financières, appuyées sur les référentiels officiels, sont peu en phase avec la réalité et l'actualité socio-économique des États.

On peut cependant prévoir un développement de ces approches et une arrivée sur ce marché des grands acteurs de l'ISR. D'une part, nombre d'entre eux disent vouloir allouer à la recherche ESG sur les États davantage de moyens à l'avenir. D'autre part, l'évolution des marchés redirige progressivement les investisseurs institutionnels vers la dette souveraine, alors que le marché monétaire et le crédit *corporate* ralentissent. Reste à ce que des attentes ISR au sujet des obligations d'État soient formulées pour que ce segment de l'ISR trouve ses lettres de noblesse.

Des solutions techniques restent donc à trouver pour que les investisseurs puissent généraliser leurs démarches ESG à cette classe d'actifs. Quelques pistes peuvent être avancées :

- trouver dans l'analyse ESG les éléments clés qui permettent d'anticiper une baisse de la solidité sociétale, et au-delà, financière, d'un État, ou a contrario ceux qui permettent à un investisseur de se positionner avec assurance sur une dette mal notée financièrement mais présentant de bonnes garanties ESG, et ainsi aller chercher du rendement financier au-delà des univers « *investment grade* » ;
- faire émerger des positions ESG fortes et assumées des investisseurs institutionnels en s'appuyant sur des référentiels normatifs affinés progressivement ;
- utiliser d'autres outils ISR que la sélection ESG de type *best-in-class*, en travaillant sur des combinaisons fines entre pondération du portefeuille, exclusions normatives et un dialogue à créer entre investisseurs et émetteurs souverains sur les questions ESG, lequel permettrait d'utiliser chaque session d'émission de dette comme une sorte d'assemblée générale des créanciers, si besoin en mutualisant les efforts entre investisseurs.

Annexes

Pratiques des sociétés de gestion et investisseurs

	Univers d'investissement analysé	Utilise les services d'une agence de notation	Retravaille la notation de l'agence	Méthodologie interne	Processus de gestion		
					Pondération	Sélection	Exclusions et indicateurs clé
AGICAM	Zone Euro	x	x			x	
Allianz GI	Emetteurs en euros	x	x		x		Indice Freedom House
AXA IM	OCDE			x	x		
BNP Paribas IP	Zone Euro Emetteurs en euros	x	x		x		Indice de corruption de la Banque Mondiale
CNP Assurances	OCDE			x		x	Indice de perception de la corruption (Transparency International)
Dexia AM	OCDE	x	x			x	Conventions des Droits de l'Homme, de l'OIT, sur la diversité biologique, de Rotterdam et traité d'Ottawa
Ecofi Investissements	OCDE et zone Euro	x			x		
ERAFP	OCDE et émetteurs en euros	x	x		x		Peine de mort, recours à la torture ou au travail des enfants
Fédéris Gestion d'Actifs	Zone Euro	x				x	
Groupama AM	Europe			x			
HSBC Global AM	Emetteurs en euros	x			x	x	
IDEAM (Amundi)	OCDE	x	x			x	
Interexpansion	UE			x		x	
KBC AM	OCDE et UE			x		x	
La Banque Postale AM	UE, Norvège, Japon, Suisse, US, Australie et Canada	x	x		x		
Macif Gestion	OCDE	x	x		x		
MAIF	Emetteurs en euros			x		x	Objectifs du millénaire de l'ONU
Meeschaert AM	OCDE			x		x	
Natixis AM	Europe	x				x	
OFI AM	Europe			x	x		
Palatine AM	Monde	x				x	
Petercam	OCDE			x		x	
LFP Sarasin AM	Zone Euro			x		x	

(Listes non exhaustives)

Offres des agences de notation

	Nom du produit	Nombre d'indicateurs	Nombre d'États couverts	Mise à jour
ASSET 4 (Thomson Reuters)	Sovereign Supra	150	67	Annuelle
EIRIS	Country Sustainable Ratings	40	70	Annuelle
EthiFinance	Global Risk Rating	53	106	Annuelle
Innovest (RiskMetrics Group)	Sovereign Rating	129	50	Annuelle
Oekom	Country Rating	150	50	Annuelle
Vigeo	Sustainable Country Rating	124	160	Semi annuelle

Autres émetteurs non privés : des parallèles possibles avec l'évaluation des États ?

La notation des organismes supranationaux en question

Les émetteurs supranationaux posent également question : sont-ils socialement responsables en soi ? La mission même de ces institutions financières, comme l'Agence Française de Développement (AFD) ou la Banque Mondiale, implique de financer des projets à long terme ayant un caractère durable, ce qui conduit certains investisseurs à ne pas les noter.

Pourtant, ce type d'émetteurs n'est pas exempt de critiques, en particulier quant à leur gouvernance, la transparence et l'impact de leurs activités. Les financements de projet de la Banque Européenne d'Investissement (BEI) sont par exemple régulièrement mis en cause. Plusieurs ONG dénoncent ainsi l'impact négatif des projets sélectionnés par la BEI sur les populations locales¹⁰. Les supranationaux étant moins investis que les États, plusieurs sociétés de gestion comme LBPAM les évaluent au cas par cas. Globalement, les agences de notation mettent progressivement en place des notations plus structurées qui prennent en compte à la fois l'impact de l'organisation et les implications sociales et environnementales de leurs financements. De leur côté, les organismes supranationaux s'outillent pour répondre à ces nouvelles attentes, comme en attestent les politiques de responsabilité sociale qu'ils déploient chaque jour davantage.

Collectivités locales : un territoire quasi-inexploré

La question est ici de savoir si les collectivités peuvent être assimilées à l'État. L'action des collectivités est après tout influencée par la politique de l'État auquel elles sont soumises et par lequel elles sont normalement contrôlées.

Cependant, elles ont une marge de manœuvre, plus ou moins grande selon les pays, dans la mise en place de leurs politiques à destination de leurs administrés, et certains investisseurs s'interrogent sur leur impact réel. De plus, les collectivités, en tant qu'organisation, gèrent différemment leurs salariés. Certaines collectivités sont parfois pointées du doigt en tant qu'employeur, sur le respect des libertés syndicales et d'association de leurs salariés.

Les agences notent aujourd'hui les collectivités sur ces deux aspects mais font face à leur manque de transparence, peu habituées qu'elles sont à être sollicitées sur ces enjeux. Le manque d'informations disponibles sur les collectivités a d'ailleurs poussé l'ERAFP à financer dans un premier temps leur notation par des agences comme Vigeo et Oekom puis à amorcer une politique de dialogue auprès d'elles, politique facilitée par le poids de cet institutionnel dans certaines collectivités.

En effet, non seulement l'information disponible sur les collectivités fait défaut mais souvent ce type de structure ne dispose pas d'interlocuteur dédié à ce type d'enjeux. Un grand nombre de collectivités se sont retrouvées avec des notes très mauvaises car elles ne répondaient pas aux sollicitations des agences. L'ERAFP a commencé par les informer sur la notation extra-financière puis a engagé un véritable dialogue lorsque des collectivités investies ne se montraient pas réceptives.

¹⁰ Dernier rapport en date : *Corporate welfare and development deceptions. Why the European Investment Bank is failing to deliver outside the EU*, Counter Balance, Février 2010



ISR : comment noter et sélectionner les États ?

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