

**Compte-rendu de la réunion du Groupe de travail Financement de l'économie**

**du 24 septembre 2015**

***L'importance des critères ISR dans la rencontre  
épargne-investissements de long terme***

Marie-France Baud

**Avec**

- **Aurélie Baudhuin**, responsable de la recherche ISR chez Meeschaert Asset management
- **Jacques Maire**, directeur de la stratégie et du développement, Vigeo

**COMPTE RENDU**

Dans la transformation du système financier que porte le projet d'union des marchés de capitaux, l'industrie de la gestion d'actifs est appelée à prendre un rôle de plus en plus important. On constate simultanément que l'investissement socialement responsable a fortement progressé au cours des dernières années, même s'il reste cantonné à un nombre limité d'acteurs. Il se diffuse de plus en plus et de nombreux investisseurs réfléchissent aujourd'hui à l'intégrer davantage dans leurs placements. En effet, aujourd'hui, plus de 1 300 sociétés de gestion dans le monde, gérant un peu plus de 50.000mds de dollars, travaillent à promouvoir l'investissement durable et responsable. La société d'analyse Morning Star vient d'ailleurs de lancer une notation des fonds basés sur des critères environnementaux, sociaux et durables afin d'aider les investisseurs à les comparer. En France, Paris Europlace propose de faire de Paris la place de référence de la finance responsable.

Plusieurs questions se posent : sur quelle démarche se fonde l'approche ISR ? Comment développer un écosystème autour de l'ISR ? Comment l'ISR peut contribuer à relancer l'épargne longue pour relancer l'investissement de long terme ? L'action des gérants d'actifs, amenés à développer des démarches d'engagement actionnarial de plus en plus poussées et des investisseurs institutionnels, qui jouent le rôle de catalyseur, est déterminante.

**I Au plan de la gouvernance.**

Pour **Jacques Maire**, la RSE, responsabilité sociale et environnementale est le début de tout. Le concept a une trentaine d'années, il consiste à analyser la façon dont les entreprises gèrent leurs externalités non financières. La responsabilité sociale d'une entreprise existe, indépendamment d'un cadre réglementaire et elle s'inscrit de plus en plus fortement dans des processus de reporting, de contrôle, de développement de politique wxxx. Elle est très structurée dans les grands groupes.

L'ISR, investissement socialement responsable, teint, du point de vue de l'investisseur, dans les critères qu'il met en avant pour essayer de combiner critères de gestion financière et objectifs extra financiers. Une entreprise qui se différencie par sa RSE dans un environnement concurrentiel a plus de chances d'être repérée par un investisseurs ISR qui s'efforce de mettre en valeur des éléments de performance non financière dans la gestion de son portefeuille.

Troisième élément de définition, ESG, l'acronyme qui résume ce que prennent en considération comme type d'impact l'ISR et la RSE. Soit la dimension environnementale, sociale et de gouvernance ; elle peut

se subdiviser en un nombre infini de critères. Le sujet était pionnier il y a une douzaine d'années, il est devenu banal.

Les premiers instruments à s'être créés sur la notation extra financière remontent à la fin des années 70, ils permettaient à différents congrégations religieuses de prendre des positions en harmonie avec leurs principes. Il s'agissait davantage d'éthique que d'ISR. En 2002, quand l'agence Vigéo s'est créée, on ne comptait au comité intersyndical sur l'épargne solidaire aucun gérant déclarant gérer ses encours en incorporant la donnée ESG. 13 ans après, 69 % des actifs sous gestion en France sont déclarés gérés en incorporant cette donnée. C'est une performance, du point de vue de la pénétration de la donnée, qui en fait une singularité française, rapportée à la moyenne européenne (60 % en Europe du Nord) et aux Etats Unis (30 %). Il s'agit de 21 000 mds de dollars déclarés au niveau mondial comme incorporant la donnée ESG. La France est non seulement la première en termes de taux de pénétration, elle l'est aussi au niveau de la recherche, une dynamique s'étant installée entre offre et demande qui fait que les gérants français ont structurellement plus investi et développé cette démarche.

Comment s'explique ce chiffre de 69 % ?

La première raison tient probablement à l'initiative tempérée mais structurante des pouvoirs publics à organiser et structurer le *reporting* RSE des entreprises. Ce qui a permis de créer une base d'informations qui permet que s'élabore un jugement sur des éléments matériels dont l'entreprise rend compte. Autre évolution, côté émetteurs comme investisseur, une réglementation qui ne cesse de se renforcer en France avec la loi de transition énergétique, adoptée le 26 mars 2015, qui fait obligation aux entreprises d'expliquer comment elles prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leur activité et aux investisseurs d'apprécier et quantifier l'empreinte environnementale de leur portefeuille sous gestion. Ce qui montre que la France va assez loin en matière de *soft law*.

Deuxième élément, l'industrie de la gestion d'actifs est puissante en France avec 3200 milliards d'euros d'actifs sous gestion, plus de 630 sociétés de gestion généralistes ou spécialistes, 4 groupes français parmi les 25 premiers groupes de gestion mondiaux. Cette industrie a permis de structurer une capacité interne de recherche et développement qui permet une valeur ajoutée dans l'offre de ses gérants.

Enfin, la dynamique de l'offre incarnée à travers Vigeo, qui fait à la fois de la notation pour le compte d'investisseurs ISR et de l'audit pour le compte des émetteurs de RSE. Elle est aujourd'hui, dans son environnement, pratiquement la seule entreprise qui ait été fondée avec beaucoup de capitaux propres pour mener recherche et développement de façon intensive afin d'apporter des standards solides et sérieux.

**Aurélie Baudhuin** rappelle la spécificité de Meeschaert : c'est la première maison à avoir créé un fonds éthique en France, en 1983. On parlait alors éthique, et pas encore ESG car aucune analyse n'avait été formalisée mais tout un processus s'était mis en marche avec pour finalité appréhender des perspectives autres que celle du rendement financier associé à une entreprise pour qui souhaite y investir. Les congrégations religieuses sont à l'origine de ce premier fonds en France, avec une méthodologie qui s'attache à la gouvernance de l'entreprise, aux conditions de ses salariés mais aussi à l'impact que peut avoir l'entreprise sur son environnement et notamment les personnes. Se rendant compte que des entreprises européennes pouvaient exercer un impact négatif sur les populations locales quand elles s'implantaient notamment dans les pays du Sud, elles souhaitaient faire preuve de cohérence globale entre leur action quotidienne et leur acte d'investissement en tant qu'investisseur.

Ainsi, Michelle Barrot, la sœur de feu Jacques Barrot, ancien commissaire européen, a été très active dans la création chez Meeschaert de premier fonds éthique, Nouvelle Stratégie 50. Simultanément, elle a participé à une association créée en même temps, Ethique et Investissement qui avait pour charge de réfléchir aux critères que l'on pouvait intégrer dans une démarche de sélection extra financière des entreprises. La méthode était artisanale et informelle, et sa démarche consistait à rencontrer des dirigeants d'entreprise pour comprendre leurs projets. Cette association existe encore, son mot d'ordre

est inchangé : resituer l'homme au cœur de l'entreprise et elle réfléchit à la prise en compte de nouveaux critères.

L'ISR évolue rapidement : l'environnement n'était pas un sujet aussi important il y a vingt ans, il est devenu fondamental en France en lien avec la CoP 21 et suscite beaucoup d'émulation auprès des investisseurs et des pouvoirs publics pour associer la sphère financière à cette dynamique d'amélioration environnementale, indispensable. Il en va de même pour la gouvernance, un critère prépondérant à la fois pour le pilotage de l'entreprise et l'analyse de l'impact positif des politiques amenées à être matérialisées et, plus récemment, pour la transparence fiscale. Dernier sujet qui demande adaptation et clarification des piliers gouvernance, *business behaviour*, rapport aux pouvoirs publics, rapport aux consommateurs à travers un faisceau d'informations. Pour revenir sur les industries extractives, citons l'initiative ITIE, initiative transparence sur les industries extractives : son objectif est de demander aux multinationales leurs comptes pays par pays, ce qui permet aux investisseurs de connaître le chiffre d'affaires réalisé et les impôts acquittés et de vérifier la cohérence entre les deux lignes.

Meeschaert, très associée à la gestion privée, est en lien de proximité important avec ses clients et notamment des associations, des ONG, des congrégations, ce qui permet des échanges très proactifs. Tel est le cas avec l'association Ethique & Investissement et le comité catholique contre la faim et pour le développement Terre solidaire ; CCFD. CCFD est très militant et a décidé de participer à cette nouvelle mouvance de désinvestissement des énergies fossiles initiée – de façon complètement paradoxale – par le fonds souverain norvégien et qu'ont suivie quelques villes américaines. Cette dynamique est atypique en France mais elle fait partie du type d'engagement que l'on peut mettre en place en ISR, en lien avec l'encyclique du pape François sur l'écologie, Laudato Si et l'appel des Chrétiens à désinvestir sur les énergies fossiles. Cette dynamique est très importante, qu'elle soit d'obédience catholique ou autre, elle s'ajoute à d'autres pour lesquels l'objectif est de savoir dans quoi il est possible d'investir et de mesurer l'impact sur l'entreprise. Dans la première étape de sélection des entreprises, la géométrie est complètement variable selon les gérants de fonds. Par exemple, pour le fonds Ethique et partage CCFD que gère Meeschaert, à peine 30 % des 600 plus grosses entreprises européennes du STOXX Europe 600 sont investissables. Ce pourcentage a reculé depuis leur initiative sur les énergies fossiles, si bien que 93 % de la capitalisation boursière du secteur pétrole et gaz n'est plus investissable chez Meeschaert pour le fonds Ethique et partage CCFD. D'autres activités sont impactées, dans la chimie et les services aux collectivités. Certaines sont complètement exclues, armement, tabac, alcool, pornographie, jeux d'argent, les OGM, le nucléaire en Allemagne, les tests sur les animaux chez les Anglo-saxons. La France est sur une vision beaucoup plus modérée, qui croise sujets philosophiques historiques de l'ISR et posture des mandants : on n'exclut pas de secteur d'activité mais à l'intérieur de chaque secteur d'activité, on choisit les meilleurs de la classe, sur des mandats associés à un indice de référence.

## **II Au plan de la rentabilité**

Comme l'explique Jacques Maire, selon la théorie économique, lorsque se réduit l'univers d'investissement, se réduisent les opportunités et se dégradent les perspectives de rendement. La pratique statistique montre qu'il n'y a pas de sous-performance financière en termes de rendement quand on investit avec des critères RSE. Il y a même un impact sur la volatilité : on constate, dans les retournements de cycle et les chocs, une moindre volatilité à la baisse pour les entreprises bénéficiant d'une bonne notation RSE et qui dit moins de volatilité dit plus de rendement. On trouve des corrélations assez convaincantes entre le niveau de performance financière et le niveau de performance ESG matériellement important pour l'entreprise. Un exemple : s'il est probable que l'égalité homme-femme en matière de gestion du capital humain est un enjeu majeur chez les institutions financières ou les sociétés de services en ingénierie informatique, la pondérer au même titre que les émissions de carbone fausse la vision. Le débat sur la matrice de matérialité montre que plus on est précis sur les

éléments pertinents de la RSE de l'entreprise concernée par rapport à son secteur et son espace concurrentiel, plus on arrive à trouver des corrélations positives.

Aurélie Baudhuin le souligne, il n'y a pas un investisseur, particulier, ONG, fondation, association, prêt à sacrifier la performance pour avoir un investissement éthique ou responsable. Les fonds ISR de Meeschaert assez engagés dans leur sélectivité n'ont pas à rougir de leurs performances par rapport aux fonds classiques sur leurs catégories d'allocation d'actifs : entre 2011 et 2014, ces fonds ont le mieux performé, toutes catégories confondues, sur le périmètre européen. Sachant que la surperformance dépend de la conjoncture économique. Si elle est tirée par les matières premières, Meeschaert est naturellement moins exposée qu'un fonds classique. De même, qu'aux valeurs financières, ce qui lui a permis de mieux résister pendant la crise bancaire.

### Commentaires

**Jean-Philippe Desmartin, du groupe Oddo**-qui travaille avec 200 investisseurs institutionnels en Europe et en Amérique du Nord, souligne que la performance était la première question à être posée il y a quinze ans, faute de *track record*. Aujourd'hui, sur les grandes zones géographiques, Europe, Amérique du Nord, Japon, les rendements ISR ne font ni mieux ni pire. Ce qui est déjà un grand pas quand on sait qu'en gestion active, seuls 15 à 20 % des fonds sur-performent les marchés : on ne peut demander à un investissement responsable de réussir là où 80 % des fonds échouent !

La deuxième question tient au risque : il est très variable selon la nature des fonds. L'expérience montre que des fonds éthiques militants très sélectifs, qui excluent de nombreux secteurs, présentent plus de risques que ceux qui pratiquent l'approche *best in class* où le meilleur de chaque secteur est retenu. Le véritable enjeu aujourd'hui est de revenir sur les fondamentaux de l'investissement responsable, à savoir l'impact social et environnemental et de traduire concrètement, de façon simple, dans un portefeuille la mesure de l'empreinte carbone ou le nombre d'emplois créés.

**Edouard de Lencquesaing, EIFR**. Cette matrice sur le comportement et le management responsable peut s'appliquer à toutes les entreprises du monde. L'objectif est de faire en sorte que par la force de l'investisseur, on pousse l'entreprise à partager ce comportement. C'est une vision universelle pour laquelle il faut définir des critères mesurables, contrôlables, partageables de cette éthique de management. Cette vision va de pair avec une vision à long terme.

**Philippe Herzog, président fondateur de Confrontations Europe**. Revenons sur l'investissement de long terme et la relation de cause à effet entre ISR et investissement de long terme vertueux. Le travail sur les externalités crée un meilleur contexte pour la compréhension des choix des investisseurs ; mais ce n'est pas pour autant que des investissements de qualité soient faits par l'entreprise : l'investissement responsable répond à une demande sociétale particulière. Prenons l'exemple des labels verts : ils ne tiennent pas compte des conséquences des effets indirects de l'introduction des renouvelables, de l'innovation technologique, des effets externes sur la déstabilisation des modèles gaziers, par exemple.

**Jacques Maire**. Distinguons l'impact sur le comportement des entreprises de celui sur leur financement. C'est indéniable en ce qui concerne le comportement : il suffit de comparer la maturité d'une entreprise cotée qui doit rendre compte tous les ans de ses impacts environnementaux, sociétaux, sociaux par rapport à une entreprise non cotée pour laquelle il s'agit d'un exercice non obligatoire, ou du secteur public : la prise de conscience, la sophistication sur les critères sont allées très vite et l'effort est net. Il serait intéressant d'analyser si le coût du capital est moins important dans certains secteurs parce qu'ils figurent dans des indices liés à la soutenabilité. Il semble que tel est le cas : on le constate dans le fait qu'une entreprise qui ne peut se prévaloir d'une très forte signature internationale devient attractive pour les financeurs parce qu'elle est identifiée comme étant vertueuse sur tel et tel aspect et offre de la visibilité.

**Aurélie Baudhuin.** La valorisation financière de ces critères commence à être prise en compte. Si l'on prend l'exemple des actifs de l'énergie fossile, *stranded assets*, ils courent le risque de perdre de leur valeur si demain existe un marché du carbone viable car ils seront dévalorisés.

Autres éléments : l'ISR a un impact sur les désinvestissements. Il y a quelques années, le distributeur américain Walmart était la bête noire du fonds souverain norvégien qui l'a blacklisté et l'a obligé à mettre en place des systèmes en interne afin d'être en phase avec des investisseurs responsables.

Si l'on se place au niveau européen, le vote aux assemblées générales devrait être harmonisé : il y a autant de dispositifs que de pays et c'est difficile et coûteux pour un investisseur d'aller voter à une assemblée générale d'une entreprise étrangère.

S'agissant d'une matrice universelle, il faut être vigilant car notre conception n'est pas nécessairement partagée. Ainsi, la question des risques psycho-sociaux, devenue fondamentale en France après la vague de suicides chez Renault et ex FranceTélécom devenue Orange, n'est pas aussi évidente pour des investisseurs américains et canadiens. De même, la séparation des pouvoirs à la tête de l'entreprise : faut-il, à la française, un PDG, ou un président et un directeur général ? Il n'y a pas forcément d'accord sur une structuration universelle idéale. Ou sur celle des droits de vote doubles : en général, c'est une voix pour une action. Mais le droit de vote double à partir de deux années de détention d'une action d'entreprise peut être vertueux car il signifie que l'on s'inscrit sur le long terme dans le projet d'entreprise.

Enfin, il est question en France d'un label public ISR et on constate combien c'est difficile entre nous de s'accorder sur des critères communs.

**Jacques Maire.** Le grand enjeu est celui de la régulation : va-t-on avoir à l'horizon de dix ans un environnement de notation extra-financière sur le modèle de la notation financière, à savoir un triumvirat américain qui fonctionne sur une production de normes élaborée en fonction de critères locaux, qui s'impose au monde entier ? Il y a consensus en Europe sur les fondamentaux de l'ESG et une approche équilibrée, la conception américaine est fondamentalement différente : elle se situe globalement plutôt dans un environnement d'exclusion que de *best in class*, le dialogue social peut se résumer à l'égalité hommes-femmes, à la non-discrimination, l'environnement se mesure en termes de respect de la législation et au nombre de contentieux. C'est une démarche automatisée, avec des grilles d'analyse faciles (« oui ou non, in or out ») qui s'oriente dans le sens de la responsabilité fiduciaire du gérant alors que la posture RSE en Europe est multi acteurs.

Le marché de la notation est asphyxié, il est en train de mourir car les gérants, de par leurs contraintes de gestion, allouent moins de fonds pour des univers d'investissement toujours plus importants et plus internationalisés en termes de classes d'actifs et de types d'émetteurs. Aujourd'hui, il faut être en mesure de noter entre 5000 et 6000 types de valeurs pour être dans les appels d'offres internationaux, ce qui suppose des coûts fixes très importants. Les agences qui ne disposent pas d'investisseurs de long terme pour les soutenir sont en train de mourir, elles sont remplacées par du big data. La question qui se pose est la suivante : à cinq ou dix ans, comment peut émerger un acteur européen de la notation extra financière qui soit équilibré et quantitatif ? C'est le pari de Vigéo, qui passe par une augmentation de capital et un développement international. Il faut faire bouger le marché car si l'obligation de s'inscrire dans des financements sur des objectifs de transition énergétique se traduira par du désinvestissement sectoriel, poussé par le big data qui imposera de minimiser l'empreinte carbone, on aura rien résolu pour créer des marchés profonds et liquides. Et de la même manière que l'Europe a lâché sur les normes comptables, elle lâchera sur les normes ISR.