PAROLES D'EXPERTS

L'investissement socialement responsable est devenu une problématique clé pour les investisseurs

L'intégration de critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) est de plus en plus incontournable, avec des enjeux aussi bien financiers qu'éthiques. Définition des objectifs, analyse des données, construction de supports d'investissement… cette nouvelle donne a de multiples impacts sur les processus d'investissement et l'industrie financière en général.

Publi-rédactionnel

JOËL PROHIN
Responsable de la gestion des actifs du compte propre - Caisse des Dépôts

ISR, ESG, finance responsable : mais de quoi parle-t-on ?

Investissement socialement responsable (ISR), investissement ESG (environnement, social, gouvernance) ou simplement finance responsable ? La bataille terminologique autour de l'investissement responsable est loin d'être achevée et les nuances des différentes approches ne sont pas toujours clairement définies.

« *Il y deux grandes manières d'aborder le sujet,* rappelle Joël Prohin, responsable de la gestion des actifs du compte propre de la Caisse des Dépôts. *D'une part, on peut décider d'exclure de l'univers d'investissement certaines sociétés à cause de leur appartenance à un secteur d'activité spécifique (pétrole, tabac...) ou de leur comportement : maltraitance des salariés, corruption, etc. D'autre part, on peut avoir une démarche positive, soit en orientant ses investissements vers les sociétés les plus responsables de chaque secteur, ce qu'on appelle l'approche « best in class », soit en privilégiant une thématique d'investissement particulière pour sa plus-value environnementale ou sociale (« impact investing »), soit encore en pratiquant l'engagement, c'est-à-dire en essayant d'influer sur les entreprises pour qu'elles améliorent leurs pratiques.* » Cette dernière démarche est d'ailleurs celle privilégiée par la Caisse des Dépôts, combinée à un certain nombre d'exclusions : tabac, jeux d'argent ou encore pays jugés non coopératifs en matière de blanchiment d'argent par le Groupe d'action financière (GAFI). « *Pour nous qui nous adressons à une clientèle privée, le terme d'investissement responsable désigne le fait de prendre en compte des critères de développement durable dans la création d'un produit financier, quel qu'il soit,* explique Eléonore Bedel, en charge des investissements responsables de BNP Paribas Wealth Management : *cela englobe donc les fonds ISR classiques mais aussi les produits cherchant à générer un impact extra-financier ou encore des produits structurés.* » La banque privée a ainsi établi une liste de critères minimaux que doivent respecter les produits pour entrer dans son univers investissable de produits responsables. « *Certains critères sont absolus, comme l'exclusion des armes controversées, mais nous allons aussi contrôler la qualité et la transparence du processus extra-financier, nous renseigner sur l'expérience des équipes chargées de l'appliquer ou encore sur la politique de vote et d'engagement des fonds, ce qui va aboutir à une notation du produit récompensant la solidité du cadre extra-financier* », poursuit Eléonore Bedel. C'est donc un véritable audit ESG du produit et de son gestionnaire que va mener BNP Paribas Wealth Management, afin de filtrer la pléthorique offre aujourd'hui disponible. Quelque 200 produits passent sous les fourches caudines de ce processus mais ils n'arriveront jusqu'au client final que s'ils franchissent également les étapes suivantes : le référencement de la société de gestion en matière de risque opérationnel, puis la validation par les équipes d'investissement des qualités financières du produit et de son utilité dans une allocation d'actifs à un moment donné.

BENOIT SOREL
Directeur iShares France, Belgique & Luxembourg, BlackRock

Pourquoi la thématique intéresse-t-elle les investisseurs ?

A la Caisse des Dépôts, la notion d'investissement responsable est pour ainsi dire inscrite dans l'ADN, du fait du statut particulier de l'établissement, tel que défini par le Code monétaire et financier. « *Nous sommes un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays*, rappelle Joël Prohin. *Cela implique que nous ne pouvons pas nous désintéresser des conséquences extra-financières de nos investissements et que nous nous devons de regarder leur valeur immatérielle ou sociétale, leurs impacts positifs ou négatifs, tout autant que leur valeur financière.* » La Caisse des Dépôts s'est ainsi emparée très tôt du sujet et a été un des membres fondateurs, dès 2006, des « Principes des Nations unies pour l'investissement responsable » (UNPRI), cette initiative des Nations unies dont les signataires s'engagent à respecter six principes, à commencer par la prise en compte des facteurs ESG dans leurs processus d'analyse et de décision d'investissement.

> « Notre démarche se fonde sur la conviction que les entreprises les plus en avance sur les sujets ESG sont aussi celles qui produiront de meilleurs résultats financiers sur longue période
>
> **JOËL PROHIN**

Chez BNP Paribas Wealth Management, la mise en place de l'offre ISR a débuté il y a 10 ans déjà pour répondre à un double enjeu. « *D'un côté, nous avons commencé à sentir un intérêt de nos clients pour des produits financiers plus en cohérence avec leurs valeurs personnelles ou avec l'évolution de leur comportement*, explique Eléonore Bedel. *Mais il nous a aussi semblé que c'était notre rôle et notre responsabilité en tant que banque de proposer de tels produits, y compris à une clientèle n'ayant pas conscience de leur existence, mais déjà engagée dans un changement de ses modes de consommation.* » D'où un souci poussé de compréhension des produits, afin de pouvoir argumenter simplement avec le client sur la composition d'un portefeuille ISR et la manière de faire du gérant.

L'éveil plus général et plus récent des consciences autour de l'ISR doit beaucoup à la tenue de la conférence sur le climat COP21 à Paris et à ses conséquences, comme la loi de Transition énergétique votée en France. La dernière publication du BlackRock Investment Institute rappelle ainsi que pour les investisseurs de long terme, ne pas prendre en compte la thématique climatique dans les critères d'investissement se traduit par un certain nombre de risques.

« *Chez BlackRock, nous suivons de près ces grands thèmes. L'analyse du BlackRock Investment Institute publiée en août sur le risque climatique montre par exemple que même une tracking error faible peut permettre une diminution importante des émissions de carbone d'un portefeuille. Par ailleurs, cette T/E peut aussi générer de la performance à long terme, puisque les entreprises responsables sont souvent celles qui ont identifié les grandes problématiques en amont (risque climatique, réglementaire ou technologique)* », commente Benoit Sorel, directeur iShares France, Belgique et Luxembourg.

« *Tous nos gérants regardent à la fois les aspects financiers et extra-financiers, car il y a des liens évidents entre les deux*, confirme Joël Prohin. *Notre démarche d'investisseur responsable se fonde justement sur la conviction que les entreprises les plus en avance sur les sujets ESG sont aussi celles qui produiront de meilleurs résultats financiers sur longue période.* »

En réponse à cette demande, BlackRock développe une gamme ESG de plus en plus étoffée. « *Nous avons notamment lancé 4 nouveaux ETF ESG cette année, dont le premier ETF ESG sur les obligations d'entreprises qui a déjà collecté plus de 300 millions de dollars* », remarque Thomas Fekete, responsable de l'offre produits iShares en Europe.

THOMAS FEKETE
Responsable du développement produits
iShares EMEA, BlackRock

Le changement climatique : l'arbre qui cache la forêt ?

Depuis un an, on ne parle presque que de climat, mais les autres dimensions de l'ISR ne doivent pas être négligées. « *La COP21 nous a incités à mettre en avant nos objectifs de réduction de l'empreinte carbone de nos portefeuilles mais nous nous intéressons tout autant aux autres aspects, et en particulier à la gouvernance. Nous votons ainsi nous-mêmes à toutes les assemblées générales des sociétés dont nous détenons des actions en direct, mais nous organisons aussi des réunions avec le management en amont pour discuter des résolutions qui seront présentées en AG* », indique Joël Prohin.

« *L'affaire Volkswagen ou les pénalités demandées à Apple démontrent bien que cet aspect de gouvernance peut aussi avoir des impacts sur la performance financière* », confirme Thomas Fekete. Les aspects sociaux suscitent aussi un intérêt croissant. « *Parmi les fonds ISR thématiques, les fonds environnementaux ont été les premiers à arriver et, dans l'offre récente, la thématique du climat reste dominante. Mais on voit aussi émerger la thématique sociale, avec la prise en compte de notions comme le bien-être au travail, le capital humain ou encore la promotion de la diversité* », explique Eléonore Bedel. « *Nous sommes convaincus que les différentes dimensions de l'ESG sont interdépendantes, le problème du changement climatique pouvant par exemple se traduire par des migrations de populations*, avance Joël Prohin. *Nous cherchons à identifier pour chaque entreprise les problématiques les plus sensibles pour engager avec elle le débat sur ces sujets.* »

ELÉONORE BEDEL
Responsable ESG
BNP Paribas Wealth Management

Comment construire des produits de gestion ISR

Faire entrer des données extra-financières souvent de nature qualitative dans une gestion quantitative reste une gageure. « *Il y a 10 ou 15 ans, la demande portait sur des produits excluant certains titres ou secteurs, ce qui était facile à construire*, rappelle Thomas Fekete. *Aujourd'hui, l'intérêt se porte surtout sur une deuxième catégorie de produits, permettant une discrimination positive des entreprises bien notées sur le plan ESG dans les portefeuilles. Cela suppose des mesures qui, si elles commencent à être de bonne qualité sur les émissions carbone, restent moins objectives sur d'autres aspects. Le besoin d'analyses de plus en plus fines, émetteur par émetteur, se renforce encore avec la troisième famille de produits, portant sur l'« impact investing », où on va chercher à mesurer le bénéfice extra-financier de l'investissement.* »
La première catégorie reste dominante dans les ETF responsables gérés par BlackRock avec environ 180 milliards de dollars d'encours, les deux autres totalisant environ 9 milliards.
Réduire l'empreinte carbone d'un portefeuille est en réalité facile. « *En sortant 10 sociétés du portefeuille, nous pourrions la réduire de plus de 80 %. Mais nous préférons une démarche d'engagement : nous interrogeons les sociétés sur ce qu'elles peuvent faire pour s'aligner avec notre propre objectif de réduction de 20 % des émissions de nos portefeuilles d'ici 2020 et c'est sur une base individuelle, non sectorielle, que nous avançons vers cet objectif* », explique Joël Prohin. « *Certaines stratégies indicielles et ETF ISR intègrent désormais cette dimension d'engagement et c'est un point positif* », reconnaît Eléonore Bedel.

> « Les stratégies actives ont plus d'impact extra-financier, mais les ETF peuvent fournir une brique manquante à une allocation d'actifs ISR
> **ELÉONORE BEDEL**

Hier confiné aux seuls institutionnels, l'ISR commence aussi aujourd'hui à être demandé par les investisseurs particuliers. « *Les stratégies actives ont plus d'impact extra-financier, mais les ETF peuvent fournir une brique manquante à une allocation d'actifs ISR pour les clients de BNPP Wealth Management. Nous avons ainsi sollicité iShares pour construire un ETF actions Japon correspondant à nos critères de sélection*, poursuit Eléonore Bedel. *Pour nous, pouvoir faire de la pédagogie autour du produit que nous proposons est un point crucial : il ne suffit pas de faire les choses bien, il faut aussi les expliquer.* »

> « Le besoin d'analyses de plus en plus fines, émetteur par émetteur, se renforce encore avec l'« impact investing », où on va chercher à mesurer le bénéfice extra-financier de l'investissement
> **THOMAS FEKETE**

A quoi ressemblera l'ISR de demain ?

Si la dimension sociale monte en puissance dans l'ISR, il reste difficile d'intégrer certains enjeux de société majeurs. « *Dans nos investissements, nous sommes très sensibles à la gestion de la chaîne des fournisseurs et au respect de conditions de travail et de salaires minimum cohérents avec le développement des pays où les entreprises se fournissent*, indique Joël Prohin. *Mais tenir compte de grands sujets comme la robotisation et l'emploi ou la problématique des migrants est plus délicat pour les investisseurs et, dans le dernier cas, relève plutôt du politique.* » Toutefois, certains angles d'attaque semblent possibles. « *Les produits financiers focalisés sur des instruments cotés ont forcément leurs limites mais le plan Juncker, par exemple, qui vise à des investissements en infrastructures, notamment en Europe orientale, est un moyen pour rediriger des actifs financiers* », estime Thomas Fekete.

« *Tous les investisseurs peuvent se retrouver dans un ou plusieurs des 17 objectifs du développement durable édictés par les Nations unies*, estime Eléonore Bedel. *L'implémentation à grande échelle de stratégies à impact reste un souci, les produits de microfinance étant par exemple très difficiles à proposer en direct à des clients. Il y a des alliances à trouver entre grandes entreprises et petits acteurs porteurs de solutions et cela peut être un sujet d'engagement avec elles.* »

S'il reste de nombreux chantiers, les différents acteurs de l'ISR perçoivent à la fois un besoin d'approfondissement de l'analyse et d'élargissement du spectre des actifs couverts. « *Tous nos actifs sont gérés en prenant en compte la dimension responsable. Mais nous souhaitons développer l'analyse : par exemple, nous allons étudier une meilleure prise en compte du changement climatique sur des classes d'actifs comme les émergents ou les obligations souveraines afin de mettre l'ensemble de nos portefeuilles en cohérence avec l'objectif d'un réchauffement maximal de 2 degrés* », explique Joël Prohin. L'ambition d'Eléonore Bedel est similaire. « *Aujourd'hui, nos encours responsables représentent 7,7 milliards d'euros, ce qui représente environ 10 % sur la partie fonds des portefeuilles, contre 1,5 % en 2010. Notre ambition n'est pas tant de faire monter ce chiffre que de trouver de nouvelles déclinaisons de l'ISR afin de pouvoir apporter une solution globale à un client qui souhaiterait passer 100 % de ses actifs en ISR.* » La problématique des données reste donc un point important. « *Le fait qu'on trouve encore peu de fonds obligataires ISR est à relier au manque de données sur certains émetteurs et il reste du travail à accomplir sur le sujet avec les agences d'évaluations et les fournisseurs d'indices* », conclut Thomas Fekete.

Trois questions à Véronique Menou, responsable de la recherche ESG de MSCI

VÉRONIQUE MENOU
Responsable Investissements Thématiques
MSCI ESG Research

Les indices low carbon sont les plus visibles des indices ISR.
Quelle a été votre approche pour structurer ceux que vous proposez ?

Même si les indices ESG existent depuis longtemps, il est vrai que ces deux dernières années les investisseurs se sont plus particulièrement intéressés au risque carbone. L'ambition des indices *low carbon* est de permettre une diminution des risques long terme en réduisant l'exposition aux entreprises fortement émettrices de carbone et à celles possédant des réserves en énergies fossiles, sans générer de déviation notable par rapport à un indice de marché. L'idée est d'utiliser les émissions de carbone directes et indirectes ainsi que les émissions potentielles provenant des réserves comme proxy du risque à long terme.

> « Nous avons développé un modèle d'analyse qui se focalise sur les risques et opportunités ESG les plus matérielles pour chaque secteur
> **VÉRONIQUE MENOU**

Si la majorité des entreprises publient leurs émissions directes (scope 1) et indirectes (scope 2), les autres émissions indirectes appelées « scope 3 » représentent un défi en termes de collecte et d'estimation, même si elles sont importantes à évaluer, notamment dans des secteurs comme l'automobile. Nous avons envisagé deux approches de construction de nos indices, la première se fondant sur une mesure simple et tangible des émissions comme proxy pour le risque climatique, la seconde se fondant sur une note « Carbone», permettant d'intégrer une analyse qualitative des objectifs climatiques des entreprises ou leurs investissements en technologies vertes par exemple. Pour des raisons de transparence et de simplicité, la première option l'a emporté avec l'inclusion d'une mesure des réserves fossiles pour les secteurs concernés. Cependant, avec la prise de conscience de plus en plus importante des enjeux climatiques, nous continuons de travailler sur les indices *low carbon* de demain, qui pourraient se baser sur une approche plus sophistiquée en lien avec les avancements de la recherche sur le climat depuis ces deux dernières années.

Pour les indices ISR plus généralistes, l'absence de données chiffrées et objectives complexifie encore la donne.
Comment procédez-vous ?

Nous avons développé un modèle d'analyse qui se focalise sur les risques et opportunités ESG les plus matérielles pour chaque secteur. Les trois piliers de l'analyse ESG (environnement, social et gouvernance) n'ont pas la même importance en fonction du secteur considéré. Et même au sein d'un pilier en particulier, l'approche varie d'une industrie à l'autre : par exemple, dans la grande distribution, le volet social de l'analyse va se focaliser sur la qualité des relations avec les syndicats ou la manière dont sont traités les employés, alors que dans le secteur bancaire, la capacité à capter et garder des talents sera un élément plus décisif. Dans chaque secteur, grâce à notre équipe de 200 analystes extra-financiers, nous sélectionnons les cinq à sept thématiques les plus matérielles et nous construisons sur cette base deux types d'indices; les premiers excluant les plus mauvais élèves en termes de performance ESG, alors que les autres ajoutent à cette sélection *best in class* une exclusion normative portant sur quelques grands principes internationaux (exclusion des armes controversées, par exemple). Nous voyons par ailleurs émerger des demandes pour des indices qui incitent au progrès surpondérant les entreprises faisant le plus d'efforts. Une autre tendance réside dans les indices « impact » qui sélectionnent des entreprises apporteuses de solutions aux Objectifs de développement durable définis par l'ONU, que ce soit en matière de santé, de logement, de nutrition ou de *cleantech*.

Les indices ISR sont-ils vecteurs de surperformance ?

Il existe aujourd'hui un certain nombre d'études démontrant la matérialité des critères ESG, sur l'ensemble des piliers mais aussi sur des thèmes ESG plus spécifiques. Par exemple, il existe des études sur la diversité démontrant que les entreprises ayant une bonne représentativité des femmes dans des postes de direction ont tendance à surperformer. Il faut cependant être vigilant quant à l'interprétation des performances et en particulier sur le lien de causalité. Assez logiquement, les indices *low carbon* ont surperformé au moment de la baisse des prix de l'énergie car ils sous-pondèrent légèrement le secteur de l'énergie. Mais leur intérêt à long terme est surtout de permettre d'immuniser les portefeuilles contre le risque lié à la transition vers une économie bas carbone.