

ESG 2.0 | NOUVELLE GÉNÉRATION



asset
management

LIVRE BLANC

L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE



UNE PRIORITÉ ESSENTIELLE POUR CPR AM



LIVRE BLANC - ESG 2.0 : NOUVELLE GÉNÉRATION

SOMMAIRE

01	AVANT-PROPOS & INTRODUCTION	p. 4
02	LE RENOUVELLEMENT DES PRATIQUES D'INTÉGRATION ESG PAR INDEFI	p. 7
03	SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE PAR INDEFI	p. 43
04	ESG : INNOVATION ET MATÉRIALITÉ FINANCIÈRE	p. 45
05	ESG, UNE APPROCHE INNOVANTE INTÉGRANT LES RISQUES	p. 51
06	ESG : CRÉER UNE NOUVELLE NORME POUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION D'ACTIFS	p. 55
07	ENJEUX DE LA TRANSFORMATION DE NOTRE GAMME ACTIONS MULTI-FACTEURS	P. 61
08	L'APPROCHE ESG PAR LES RISQUES APPLIQUÉE À L'UNIVERS CRÉDIT	p. 65
09	ESG : GÉRER LA TRANSITION	P. 71



À PROPOS DE CPR ASSET MANAGEMENT

CPR ASSET MANAGEMENT est filiale à 100% du Groupe Amundi, autonome dans son développement et sa gestion.

CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers en France et à l'international. A fin septembre 2018, les encours gérés s'élèvent à plus de 49 milliards d'euros¹. Depuis près de trois décennies, grâce à l'engagement de ses 100 collaborateurs, la société a su développer une philosophie de gestion unique sur les principales classes d'actifs – actions, taux, crédit, diversifiés.

Elle s'attache à élaborer pour ses clients des solutions novatrices et évolutives adaptées à leurs besoins et contraintes.

L'investissement responsable est l'un de ses piliers fondateurs et l'ESG reste un engagement essentiel. Avec près de 8 milliards d'euros sous gestion², la société s'engage à sélectionner des investissements selon une méthodologie spécifique dans la prise en compte des facteurs de risques ESG et de mesures d'impact, déployée sur une offre de solutions dédiées et de produits ouverts sur toutes les classes d'actifs cotés.

1. CPR AM, au 31 octobre 2018.

1. CPR AM, au 30 novembre 2018.



À PROPOS D'INDEFI

INDEFI est une société de conseil en stratégie indépendante créée en 2007 et employant une équipe de 40 consultants.

Les clients d'INDEFI sont des sociétés de gestion généralistes ou spécialisées en capital investissement, en immobilier et en infrastructures.

La mission d'INDEFI consiste à :

- aider nos clients à mieux comprendre leur marché, élaborer leur stratégie de développement et créer un avantage compétitif durable ;
- analyser leurs opportunités d'investissement, faire progresser leurs participations et générer de la valeur.

Dans le domaine de la gestion d'actifs, INDEFI assiste les Directions générales des sociétés de gestion à analyser leur marché, élaborer leur stratégie de développement en France et à l'international, au travers de missions de conseil spécifiques et d'études de marché à haute valeur ajoutée, qui se fondent systématiquement sur des compétences de recherche propriétaire.

INDEFI est pionnier du conseil ESG auprès des sociétés de gestion et investisseurs financiers. INDEFI est signataire des PRI.

INTRODUCTION

Apporter des solutions innovantes, robustes et évolutives, assurant une performance durable à nos clients : tel est notre engagement depuis la création de CPR AM.

En tant que professionnels des investissements depuis près de 30 ans et attachés à la génération de valeur sur le long terme, nous sommes convaincus qu'investir dans des sociétés qui agissent selon des principes de responsabilité permet d'accroître et de pérenniser sur le long terme les performances financières de nos clients tout en limitant les risques.

Dix ans après la crise financière, nous nous réjouissons de l'adoption rapide et généralisée de l'ESG au sein de la communauté financière en tant que nouvelle source de risques à appréhender.

Cette dynamique ESG a été notamment rendue possible par la nette amélioration de la transparence des émetteurs contraints et incités de dévoiler leurs politiques en matière d'ESG. La qualité des données extra-financières tant en termes de couverture que de diversité donne désormais un angle de vue complémentaire à notre gestion financière, enrichissant considérablement notre industrie.

En parallèle, la nécessité de gérer les risques ESG n'a jamais été aussi grande compte tenu des problèmes environnementaux, tels que le changement climatique ou l'épuisement des ressources naturelles, des bouleversements technologiques ou encore de la montée du populisme et des inégalités.

Ces mégatendances conduisent les investisseurs à chercher de nouvelles solutions plus sophistiquées avec la prise en compte des risques ESG.

Au titre de leur devoir fiduciaire, les gestionnaires d'actifs doivent faire preuve de pragmatisme et proposer une large gamme de solutions d'investissement qui répondent mieux aux attentes

des investisseurs en matière d'amélioration ou maintien du couple rendement / risque.

Fort de notre expérience reconnue dans la recherche et le développement, nous nous sommes attelés depuis trois ans à valider la pertinence de l'intégration ESG au sein de nos différentes expertises de gestion, toutes classes d'actifs confondues. Nous avons créé, à cet effet, une approche propre associée à des outils innovants qui s'appuient sur l'analyse ESG de notre groupe, une des plus en pointe dans le domaine en Europe.

Grâce au formidable investissement de l'ensemble de ses équipes, CPR AM est désormais en mesure d'apporter des réponses adaptées et de déployer des services d'accompagnement répondant aux besoins de ses clients qui souhaitent placer l'investissement responsable au cœur de leur allocation.

A l'instar de nos précédents développements stratégiques sur l'allocation ou Solvabilité 2, et dans la continuité de notre engagement, nous avons décidé avec l'un de nos partenaires historique, le cabinet Indefi, de réaliser ce Livre Blanc afin de mettre en lumière les meilleures pratiques et les attentes des investisseurs européens en termes d'intégration ESG par leurs partenaires de gestion.

Nous avons, par ailleurs, souhaité rassembler au sein de ce document une série d'articles rédigés par nos équipes autour de l'intégration ESG, dans l'objectif d'apporter de nouvelles perspectives et des points d'éclairage sur des sujets ESG pertinents en lien avec les problématiques actuelles de nos clients.

Par **Gilles Cutaya**,
Directeur marketing et communication



02

LE RENOUVELLEMENT DES PRATIQUES D'INTÉGRATION ESG

Par Agnès Lossi et Emmanuel Parmentier,
Directeurs associés d'INDEFI

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	8
Présentation du panel	9
1. L'INTÉGRATION ESG, UNE PRATIQUE CLÉ POUR LES INVESTISSEURS	10
a. L'intégration au cœur des politiques ESG	11
b. L'hétérogénéité de l'intégration ESG	13
c. Les raisons de l'engouement français pour le <i>best-in-class</i>	15
d. Les réglementations encouragent les investisseurs vers l'intégration ESG	16
2. LES LIMITES ET LE RENOUVELLEMENT DE L'INTÉGRATION ESG	19
a. Les limites perçues du <i>best-in-class</i> traditionnel	21
b. Le renouvellement des méthodologies	26
3. L'INTÉGRATION ESG DANS LES RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION	31
a. L'extension des politiques ESG des investisseurs à leurs partenaires de gestion	31
b. Les attentes ESG vis-à-vis des partenaires de gestion	32
c. L'intégration ESG dans les différents modes de gestion	36
d. La confiance des investisseurs envers les sociétés de gestion sélectionnées	39
Conclusion	39
Annexes	40

INTRODUCTION

Les investisseurs financiers évoluent aujourd'hui dans un environnement où la prise en compte des considérations ESG-climat est au centre de leur activité. Cet état de fait résulte de l'application de nouvelles réglementations, à l'échelle nationale et européenne, ainsi que de changements sociétaux profonds. Les pratiques d'investissement en matière d'ESG s'inscrivent dans ces mutations et subissent un renouvellement accéléré.

Au cours du troisième trimestre 2018, INDEFI a conduit, à la demande de CPR Asset Management, une étude sur les évolutions en matière d'intégration ESG des investisseurs institutionnels et distributeurs en France et en Europe.

L'objet de ce rapport d'étude est ainsi de mieux caractériser les pratiques des investisseurs et leurs attentes vis-à-vis de leurs partenaires de gestion.

Le présent rapport s'articule en trois parties :

- la première partie revient sur les pratiques d'intégration ESG, au cœur des politiques ESG des investisseurs ;
- la deuxième partie fait la lumière sur les limites perçues des approches d'intégration ESG traditionnelles, en particulier le *best-in-class*, ainsi que sur le renouvellement des méthodologies d'intégration ESG ;
- enfin, à la lumière de l'ensemble de ces changements, la dernière partie analyse les attentes des investisseurs vis-à-vis de leurs partenaires de gestion et des leviers d'action pour mieux y répondre.

REMERCIEMENTS

CPR Asset Management et INDEFI remercient l'ensemble des contributeurs du panel d'avoir participé à ces travaux et partagé leur expérience en matière d'intégration ESG dans le conseil, la sélection, la gestion des investissements ou leur distribution.

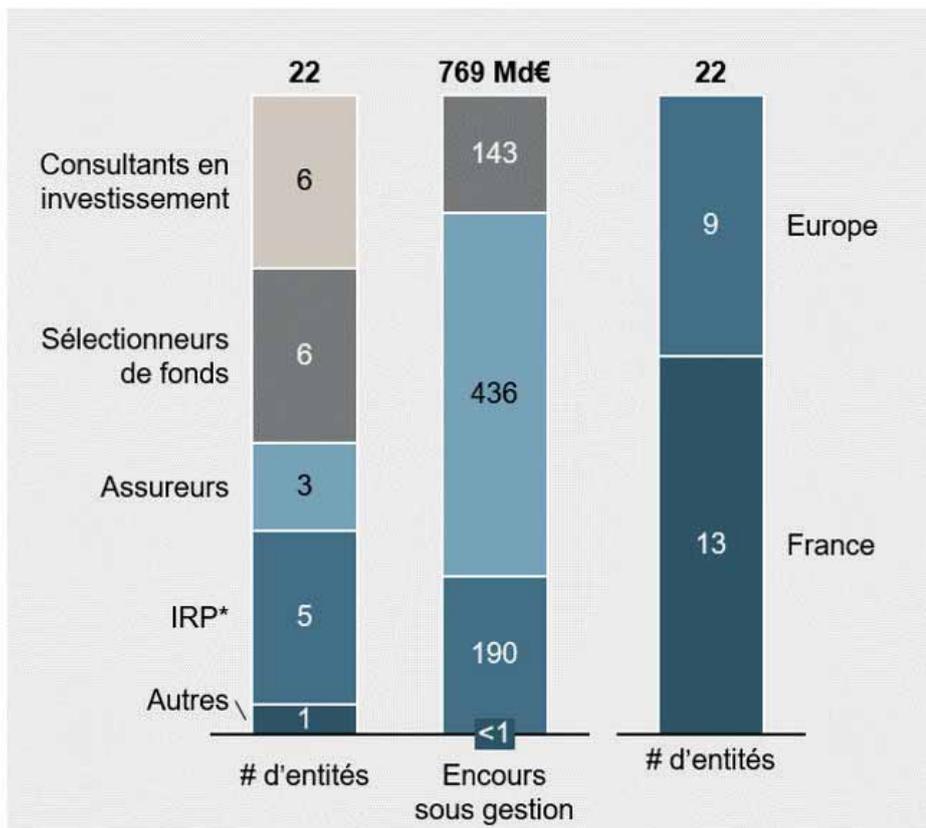
PRÉSENTATION DU PANEL

Ce rapport repose sur des entretiens qualifiés (face à face ou téléphoniques) avec un panel de 22 investisseurs :

- dix institutionnels français (Directeurs d'Investissement ou Responsables ESG) ;
- six équipes de sélection de fonds adossées à des distributeurs européens ;
- six consultants en investissement européens (Royaume-Uni, Suisse, Pays-Bas, France).

Ces investisseurs gèrent ou conseillent plus de 759 Md € à septembre 2018. Pour les besoins de cette étude, les données quantitatives recueillies auprès des participants ont été systématiquement agrégées.

Figure 1 - Composition du panel par catégorie (en nombre d'investisseurs et montant d'actifs gérés à fin septembre 2018) et par origine des encours gérés ou conseillés



La rédaction du livre blanc repose également sur l'exploitation des travaux de recherche¹ réalisés par INDEFI ces deux dernières années et des bases de données propriétaires d'INDEFI suivant les pratiques ESG des investisseurs européens.

Note : (*) Institutions de Retraite et de Prévoyance.

1. Les travaux de recherche récents réalisés par INDEFI sur l'investissement ESG :

- InFocus Article 173 publiés en 2017 et 2018 ;
- Baromètre Institutionnels publiés annuellement ;
- Etude « ESG Europe » en cours de finalisation.

1. L'INTÉGRATION ESG, UNE PRATIQUE CLÉ POUR LES INVESTISSEURS

PRINCIPAUX MESSAGES :

- L'intégration ESG est une des pratiques ESG centrales des politiques d'investissement responsable. Elle consiste à analyser de manière systématique des informations ESG (le plus souvent sous la forme de scores) et à établir des règles explicites pour prendre en compte ces informations. Le *best-in-class* est une des pratiques d'intégration ESG les plus couramment rencontrées, notamment en France : sa caractéristique principale est de ne pas introduire de biais sectoriel.
- A travers l'intégration ESG, les investisseurs cherchent à enrichir les analyses de risque et donc, *in fine*, à améliorer le ratio rendement-risque de leurs investissements. Au-delà de ces motivations, la pratique de l'intégration ESG représente à leurs yeux un levier d'action pour s'assurer que les flux de capitaux soient alloués aux entreprises les plus responsables.
- Les évolutions réglementaires présentées par la Commission Européenne accélèrent le déploiement de l'investissement responsable en général et de la pratique d'intégration ESG, en particulier.
- Cette pratique est abordée de façons très diverses par les investisseurs (que ce soit sur la méthodologie de calcul du score ou son utilisation dans le process de gestion).
- La profondeur de l'intégration ESG diffère selon les acteurs allant de la simple mise à disposition discrétionnaire de notes ESG à la définition de contraintes de gestion strictes.
- L'intégration ESG peut s'appliquer à l'ensemble des classes d'actifs et se prête particulièrement bien aux actifs non cotés.

a. L'intégration au cœur des politiques ESG

Les politiques d'investissement responsable des investisseurs financiers se déclinent en « pratiques ESG ». Nous en distinguons traditionnellement quatre, comme le rappelle le schéma ci-dessous.

Figure 2 - Panorama des pratiques ESG telles que définies par INDEFI

 Exclusion	 Intégration	 Engagement	 Investissement à impact
<ul style="list-style-type: none"> • Exclusions sectorielles : <ul style="list-style-type: none"> - armes controversées - tabac - charbon • Exclusions normatives : <ul style="list-style-type: none"> - violation des Droits de l'Homme - violation des normes de l'OIT** - controverses • Exclusions géographiques : <ul style="list-style-type: none"> - paradis fiscaux - pays en conflit 	<ul style="list-style-type: none"> • Analyse ESG des investissements (ex-ante et ex-post) : <ul style="list-style-type: none"> - notation globale interne ou externe - indicateurs bruts - empreinte carbone • Contraintes de gestion : <ul style="list-style-type: none"> - filtre négatif - objectif moyen sur le portefeuille - sélection d'entreprises meilleures que le benchmark 	<ul style="list-style-type: none"> • Politique de vote : <ul style="list-style-type: none"> - définition d'une politique de vote propre - analyse des politiques de vote des sociétés de gestion • Dialogue et engagement : <ul style="list-style-type: none"> - action individuelle avec les entreprises - action collective avec les entreprises - dialogue avec les sociétés de gestion 	<ul style="list-style-type: none"> • Produits verts : <ul style="list-style-type: none"> - obligations vertes - infrastructure verte - immobilier vert • Fonds thématiques : <ul style="list-style-type: none"> - éducation - eau - alimentation - etc. • Fonds à impact : <ul style="list-style-type: none"> - recherche d'une contribution positive à un enjeu social ou environnemental

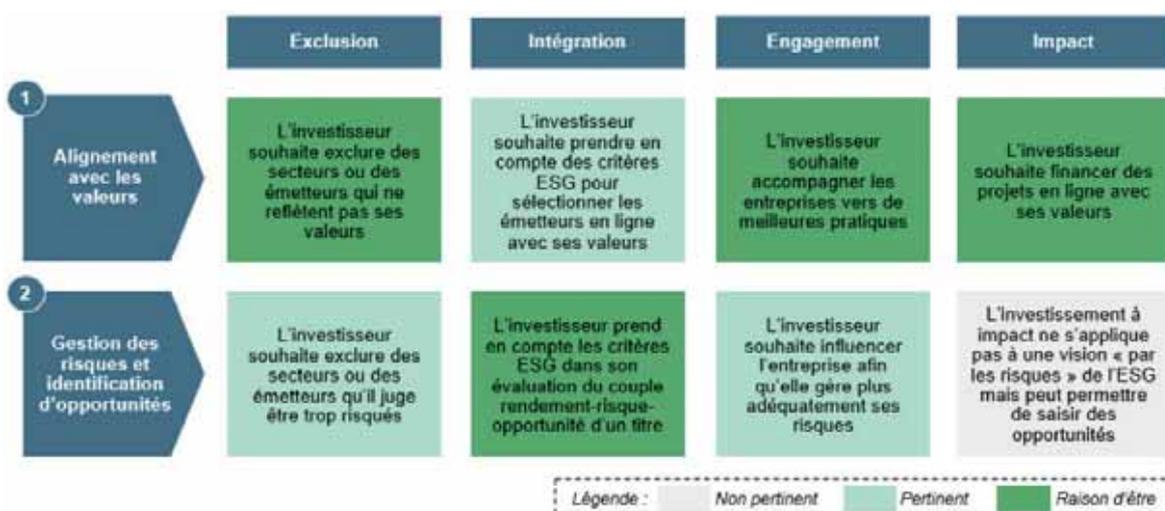
Note : (**) Organisation Internationale du Travail.

Sources : analyses INDEFI.

Celles-ci répondent généralement à deux préoccupations principales des investisseurs financiers, non mutuellement exclusives :

1. aligner les investissements avec les valeurs de l'institution ;
2. améliorer les analyses de risque (et d'opportunités) et le processus de gestion par la prise en compte des dimensions extra-financières.

Figure 3 - Cartographie de la pertinence de chaque pratique ESG selon l'objectif recherché par l'investisseur



Alignement des valeurs

À l'origine de la démarche de ces investisseurs se trouve la volonté d'allouer le capital qui leur est confié, d'une manière qui leur permette de s'aligner avec les valeurs de leur institution. Cette tendance, qui trouvait il y a 30 ans sa racine dans des notions éthiques (notamment de considérations religieuses) subsiste et se matérialise encore aujourd'hui par des pratiques d'exclusion (tabac, alcool, jeux, etc.) et d'engagement. La majorité des investisseurs centrant leurs politiques d'investissement responsable autour de l'alignement de valeurs se trouve dans les pays Nordiques, au Royaume-Uni ou aux Pays-Bas.

Les investisseurs revendiquant cet alignement des valeurs trouvent un intérêt particulier aux investissements d'impact : l'objectif est alors de faire en sorte que les investissements aient une influence positive sur les grands enjeux planétaires et sociétaux.

Ces investisseurs sont en revanche beaucoup moins sensibles à la notion d'intégration ESG, en particulier dans sa déclinaison habituelle du *best-in-class*. Ils considèrent en effet qu'une démarche ESG digne de ce nom se doit d'avoir des fondements éthiques et s'observer concrètement dans certains portefeuilles, si ce n'est sur la totalité des actifs.

« Le best-in-class n'est une approche intéressante que si elle s'adapte à la stratégie d'investissement responsable de l'investisseur. La méthode doit être fine, notamment dans le choix des critères sous-jacents, qui doit être en ligne avec les principes de base, afin d'éviter un choix basé sur un pot-pourri qui ne voudrait pas dire grand-chose. » Investisseur institutionnel

« Nos politiques d'exclusion sont partagées par l'ensemble du Groupe. Le tabac a notamment été une initiative prise au niveau de notre maison-mère. L'exclusion de ce secteur n'est pas le résultat d'une analyse de risque mais plutôt d'une prise de position citoyenne. » Investisseur institutionnel

On observe un regain d'intérêt pour l'alignement des valeurs chez les distributeurs. Ils se tenaient historiquement à l'écart des pratiques ESG car seule une fraction de leur clientèle était sensible à ces thèmes. Ce comportement est en train de changer avec la montée en puissance de la clientèle dite des millenials. Ces derniers recherchent des investissements porteurs de sens.

Les pratiques ESG privilégiées par ce segment sont celles qui permettent d'articuler un discours clair et facile à relayer. Les investissements d'impact sont particulièrement pertinents pour cette clientèle. Les exclusions sectorielles répondant aux défis de la construction d'un avenir durable sont également plébiscitées. Dans une moindre mesure, l'engagement peut également répondre aux attentes de ce segment.

« Auparavant, seuls les institutionnels nous demandaient de fournir des fonds ESG, tandis qu'aujourd'hui, la grande majorité des clients nous l'exige, y compris la banque privée. L'ESG est un besoin qui est arrivé bien plus tard de la part de la banque privée mais nous constatons un vrai coup d'accélérateur ces deux dernières années. » Sélectionneur de fonds

L'objectif d'un alignement de valeurs n'est toutefois pas incompatible avec une recherche de performance.

« On ne fait pas de l'ESG pour une question de performance mais pour s'aligner avec nos assurés. C'est avant tout un enjeu de durabilité. En combinant analyse financière et extra-financière, nous sommes contributeurs d'une meilleure prise en compte du développement durable tout en garantissant à nos actifs une performance additionnelle et pérenne. » Investisseur institutionnel

Gestion des risques et identification d'opportunités ESG

Les investisseurs de cette catégorie considèrent l'analyse des critères ESG comme une composante à part entière de l'analyse financière. Ils estiment qu'il est possible de prendre de meilleures décisions en approfondissant les connaissances des risques associés à un investissement. Dans cette perspective, l'analyse ESG n'a pas de raison de limiter la performance financière, voire peut l'améliorer en permettant d'éviter les accidents de marché liés à la matérialisation d'un risque ESG. Enfin, ces investisseurs estiment qu'ils peuvent améliorer leur profil rendement-risque en se surexposant aux « bons » émetteurs ou en se sous-exposant aux « mauvais ».

Une majorité d'investisseurs français se retrouve dans cette catégorie. La pratique ESG la plus utilisée est l'intégration ESG. L'engagement peut également correspondre à cette catégorie, notamment pour les classes d'actifs non cotées. Les démarches d'impact peuvent aussi satisfaire les investisseurs de cette catégorie, dans la mesure où ces gestions correspondent à la recherche d'opportunités issues de l'analyse extra-financière.

Les exclusions pour des raisons éthiques sont, en revanche, peu pertinentes pour ce groupe.

« Notre stratégie d'intégration ESG est une vision des risques et opportunités de l'entreprise. Comment se positionne-t-elle face aux grands enjeux climatiques et sociétaux à venir ? Comment gère-t-elle ses risques internes ? Nous considérons que ce sont des informations importantes pour évaluer le couple rendement-risque de tout investissement. » Investisseur institutionnel

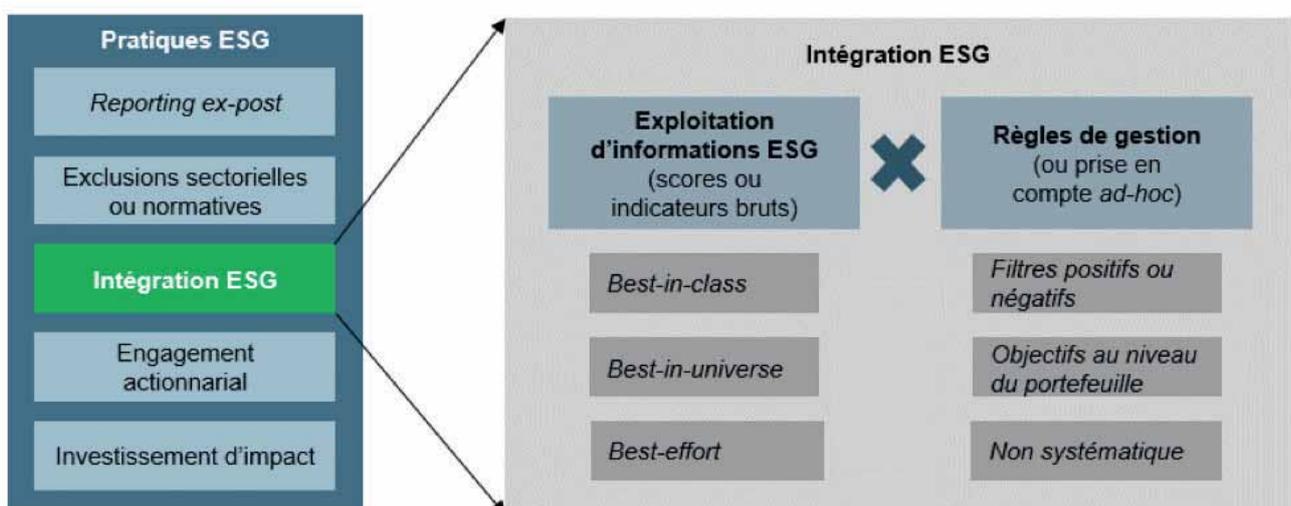
b. L'hétérogénéité de l'intégration ESG

L'intégration ESG est une des pratiques centrales des investisseurs et constitue le cœur de l'analyse de ce livre blanc. Selon l'association des PRI², l'intégration ESG est « la prise en compte explicite et systématique des facteurs ESG dans l'analyse et les décisions d'investissement³ ».

Il existe une multitude de méthodologies d'intégration ESG permettant la prise en compte des données extra-financières dans les décisions d'investissement et qui s'articulent selon deux dimensions :

- exploitation d'informations ESG ;
- application de règles de gestion.

Figure 4 - Intégration ESG au sein d'une politique d'investissement responsable



2. Principles for Responsible Investment, association mondiale promouvant l'utilisation des critères ESG et regroupant près de 2000 investisseurs.

3. "The explicit and systematic inclusion of ESG factors in investment analysis and investment decisions" - Guidance and Case studies for ESG integration: equities and fixed income September 2018, UNPRI <https://www.unpri.org/download?ac=5398>.

Exploitation d'informations ESG

La première dimension structurante de l'intégration ESG est l'exploitation systématique d'informations ESG sur les émetteurs.

Les sources utilisées peuvent être internes, comme par exemple dans l'investissement non coté ou dans certains pays émergents où il n'existe pas ou peu de bases de données ESG sur les émetteurs. Cependant, pour la plupart des actifs cotés, l'information ESG a été depuis longtemps captée et agrégée par des intermédiaires et agences de notations, proposant des bases de données complètes. L'investisseur peut alors décider de faire confiance à une seule base de données ou bien en acquérir plusieurs, provenant de différents fournisseurs, puis de les réassembler en interne de façon cohérente grâce à une équipe d'analystes.

« Nous utilisons une agence de notation extra-financière qui évalue notre portefeuille émetteur par émetteur selon 40 critères prédéfinis dans notre charte d'investissement responsable. » Investisseur institutionnel

« Notre analyse ESG s'articule autour de 16 critères, composés d'indicateurs transversaux (Pacte Mondial, controverses), d'indicateurs environnementaux, sociaux et de gouvernance. Nous combinons les informations de deux agences avec notre recherche interne. » Investisseur institutionnel

Les informations ESG sont rarement utilisées de manière brute, sauf peut-être récemment pour l'empreinte carbone. La plupart du temps, elles sont résumées par un score ESG. Ce dernier est calculé pour les émetteurs d'un univers d'investissement, soit sur la base d'un score en absolu (tous secteurs confondus) soit en relatif à un secteur (s'affranchissant ainsi du biais sectoriel).

Trois types de calcul du score (score relatif au secteur, score absolu, et variation du score) débouchent sur les trois pratiques d'intégration le plus souvent utilisées en Europe :

- **le *best-in-class*** : approche qui consiste à sélectionner les émetteurs les mieux notés au sein de leur secteur d'activité ou bien à éliminer les moins performants, sans favoriser ou exclure un secteur d'activité en particulier ;
- **le *best-in-universe*** : approche d'intégration qui consiste à sélectionner les émetteurs les mieux notés d'un point de vue ESG indépendamment de leur secteur d'activité (score absolu) ;
- **le *best-effort*** : fondée sur la variation de score sur une période donnée (ESG momentum), cette approche consiste à concentrer le calcul du score sur les améliorations ESG de l'émetteur, le plus souvent à partir d'un niveau de score minimum requis.

Application de règles de gestion

Les stratégies de gestion s'appuient ou non sur des règles de gestion ; celles-ci s'appliquant pour certaines de façon stricte et homogène. Elles peuvent être définies par :

- **des filtres négatifs (positifs)** : approche qui consiste à exclure (sélectionner) les émetteurs les moins bien (mieux) notés selon les analyses ESG décrites ci-avant ;
- **des objectifs au niveau du portefeuille** : approche qui consiste à définir des objectifs sur les notations ESG à l'échelle du portefeuille. Ceux-ci peuvent prendre la forme de maintien ou d'amélioration du score moyen d'une année sur l'autre, de part minimum d'émetteurs au-dessus d'une certaine note, ou de part maximum d'émetteurs en-dessous d'une certaine note ;

- **une prise en compte non-systématique** : approche qui consiste à intégrer des critères ou notations ESG dans l'analyse financière, complétant l'analyse fondamentale d'un titre, impactant ainsi la prise de décision d'investissement ;
- **une approche exclusivement ex-post** : l'investisseur surveille son portefeuille et exclut ponctuellement des émetteurs controversés. Cette pratique est une des plus répandues en France selon les données recueillies dans le cadre du Baromètre Institutionnels 2018. 57% du panel d'investisseurs interrogés en 2018 confirment avoir recours à cette règle de gestion contre 34% en 2017. Il s'agit d'évaluer la « qualité ESG » des titres d'un portefeuille sans pour autant en faire un critère d'investissement, à l'exception des éventuelles exclusions *ad-hoc* pouvant être décidées à l'issue de ce type de revue (par exemple à la suite de l'identification d'une controverse aiguë).

Les deux dimensions (scores et règles de gestion) s'appliquent à l'investissement direct, mais inspirent aussi les institutionnels et distributeurs dans la définition du cadre de gestion qu'ils délèguent à leurs prestataires.

c. Les raisons de l'engouement français pour le *best-in-class*

L'intégration ESG, et plus particulièrement le *best-in-class*, est une pratique historique des investisseurs français. L'objectif de cette section est d'établir les raisons de cet engouement et les nuances du *best-in-class* par mode de gestion et par classe d'actifs.

Une pratique adaptée à la gestion active / fondamentale

Le marché français de la gestion d'actifs se caractérise encore par un biais et un goût prononcé pour la gestion active.

Du fait de la richesse des analyses ESG sous-jacentes, la pratique de l'intégration ESG se marie naturellement avec la gestion active. Les informations extra-financières viennent enrichir l'analyse financière fondamentale.

Ceci explique en grande mesure l'engouement historique des français pour l'intégration ESG et le *best-in-class* en particulier.

Une pratique systématique et cartésienne

Paradoxalement, cette pratique peut également séduire les acteurs de la gestion passive ou quantitative, ou bien les grandes institutions souhaitant étendre un filtre ESG à l'ensemble de leurs processus de gestion classiques. Selon l'approche et l'organisation retenues de mise à disposition des données aux gérants, l'intégration ESG peut se faire de façon cartésienne avec différents degrés d'automatisation, à l'image d'un input dans un système. C'est pourquoi dans leur définition de la pratique d'intégration, les PRI insistent sur le caractère systématique de celle-ci.

« Nous avons mis en place un processus systématique de pré-sélection de fonds qui intègre la dimension ESG. Une note est attribuée à chacun des fonds sur ses performances financières (70%) ainsi que la notation de soutenabilité provenant d'un prestataire (30%). Nous interrogeons ensuite les gérants sur leurs politiques d'intégration ESG et la décision finale est à notre discrétion. »
Sélectionneur de fonds

Une pratique neutre sectoriellement

Enfin le troisième facteur explicatif de l'engouement français pour l'intégration *best-in-class* pourrait être la nature conservatrice de l'approche. Cette pratique permettrait en effet de marier à la fois performance financière et influence positive grâce à l'ajout d'une dimension ESG : aucun changement drastique d'allocation n'est requis, aucun secteur n'est exclu de l'univers d'investissement possible. L'essentiel est dans cette logique de favoriser

la prise de participations dans des entreprises définies comme les meilleurs élèves en matière de gestion de risques ESG, tout en ne déviant pas massivement des indices de marché.

« Nous utilisons une approche best-in-class fondée sur notre analyse interne, alimentée par des sources d'informations variées. Cela permet de ne pas déformer le portefeuille ni d'un point de vue de l'allocation par classe d'actifs, ni d'un point de vue sectoriel. » Investisseur institutionnel

« On parle beaucoup d'ESG sans parler de performance. Ce n'est pas comme cela que ça marche. Le best-in-class en excluant les titres moins bien notés au sein d'un secteur évite de faire l'impasse sur des secteurs entiers, ce qui, en termes de performance, évite de décrocher par rapport aux marchés. » Consultant en investissement

d. Les réglementations encouragent les investisseurs vers l'intégration ESG

État des lieux des réglementations nationales

Depuis une dizaine d'années, et de façon plus marquée depuis la COP21, certains pays européens lancent des initiatives pour mettre en place un cadre incitant les investisseurs à la transparence sur la manière dont ils intègrent ou non les critères ESG dans leur gestion.

En France, c'est l'approche réglementaire « se conformer ou expliquer »⁴ qui a été choisie par les rédacteurs de l'Article 173 publié dans le cadre de la loi sur la Transition Énergétique et Écologique en avril 2016. Les investisseurs sont invités à expliciter à leurs parties prenantes si et comment ils intègrent les critères ESG. S'ils n'intègrent pas ces critères, ils sont censés expliquer pourquoi. Bien que n'imposant pas un modèle précis de reporting, les impacts de cet article de loi sur les pratiques

des investisseurs en France sont sans précédent. Il a largement favorisé à la fois l'extension des pratiques d'intégration ESG chez les institutionnels français mais aussi l'élargissement de leur palette de pratiques ESG au-delà de l'intégration, en particulier sur les sujets impact et climat. Il s'agit du premier exemple d'accélération rapide de l'ESG en Europe.

Application de l'article 173, le bilan après deux ans

Sur les 214 institutions analysées par INDEFI dans le Baromètre Institutionnels 2018, 127 sont concernées par la loi, car explicitement citées ou choisissant de s'y conformer. La part des acteurs ayant publié des informations à fin août 2018 est passée de 38% (52 investisseurs) à 55% (70 investisseurs), le montant des actifs sous gestion couvert passant lui de 88% à 95% des actifs totaux. Le marché institutionnel français se positionne ainsi comme un des leaders européens en termes de transparence sur les sujets ESG et Climat. Par ailleurs, les acteurs s'approprient des pratiques ESG jusque-là peu employées

Rappel sur l'article 173-VI de la loi de transition énergétique (LTE) pour une croissance verte

Les institutions concernées par le texte de loi doivent publier pour l'exercice clos au 31/12 de l'année écoulée leur mode de prise en compte des critères ESG dans leur gestion d'actifs.

Celles gérant plus de 500 M€ doivent également mentionner leur prise en compte des risques climat dans leur gestion et leur contribution au financement de la transition écologique et énergétique.

Le texte de loi laisse les acteurs libres de choisir les méthodologies de reporting.

4. De l'expression anglaise *comply or explain*.

La réglementation européenne va accélérer ce phénomène

Dans l'actualité réglementaire européenne, l'application de la directive sur les retraites professionnelles IORP II dans les pays membres est attendue à partir de janvier 2019. Avec cette directive, les fonds de pension devraient être amenés à renforcer leur transparence sur leurs pratiques ESG.

De surcroît, la mise en œuvre à venir du Plan d'Action sur la Finance Durable publié en mars 2018 par la Commission Européenne se concrétise d'ores et déjà par trois propositions de règlement publiées en mai 2018, suivies de la création en juillet 2018 du Groupe d'Experts Techniques sur la Finance Durable (TEG⁵).

Ces propositions de règlement abordent notamment les obligations de transparence sur l'intégration des critères ESG par les institutionnels et sociétés de gestion dans leur processus de gestion de risques. Les nouveaux contours du concept de responsabilité fiduciaire vis-à-vis des investisseurs y sont également précisés, l'ESG devant devenir une composante essentielle de celle-ci.

La principale conséquence de ces évolutions réglementaires au niveau européen sera de donner un coup d'accélérateur aux démarches ESG en Europe à l'instar de ce qui s'est passé en France depuis 2015. De plus, on peut s'attendre à une plus grande diversité des pratiques ESG, les frontières des segments présentés en début de ce chapitre ayant tendance à s'estomper : les investisseurs nordiques, anglo-saxons ou néerlandais agissant historiquement pour des raisons éthiques se tournent rapidement vers les techniques d'intégration ESG.

En même temps, en France, se développent davantage les pratiques de l'engagement et de l'investissement d'impact⁶ aux côtés de la pratique d'intégration, socle des politiques ESG.

« Nous souhaitons voir, au-delà de la stratégie d'intégration ESG, que la société de gestion a une politique d'engagement claire. Cela permet au gérant d'avoir une vision plus holistique d'une entreprise et cela démontre une réelle maturité de la part de la société de gestion. » Sélectionneur de fonds

5. En anglais : Technical Expert Group on Sustainable Finance.

6. Selon les informations recueillies pour le [Baromètre Institutionnels 2018](#), les principales évolutions des pratiques ESG observées dans les rapports des institutionnels français concernent l'engagement actionnarial et l'exercice de vote aux assemblées générales d'une part, ainsi que la mise en place d'exclusions d'autre part. Sur le sujet du climat, l'empreinte carbone est plébiscitée et pour 40% des investisseurs elle s'accompagne d'informations sur la trajectoire 2°C. Les plus grands d'entre eux revendiquent également de plus en plus un programme d'investissements thématiques ou dans des actifs contribuant aux Objectifs de Développement Durable (ODD).

L'INTÉGRATION ESG DANS LES AUTRES PAYS EUROPÉENS

Dans les pays les plus avancés en termes de politiques ESG, les investisseurs ont depuis longtemps adopté une approche d'alignement avec leurs valeurs. Le dialogue, l'engagement et le vote en assemblée générale (trois démarches généralement encapsulées dans le *stewardship* à l'anglo-saxonne) forment le cœur du dispositif ESG de nombreux investisseurs nordiques, néerlandais ou britanniques. Les exclusions, normatives ou sectorielles, sont par ailleurs très privilégiées par ces institutions.

La place de l'intégration ESG est historiquement plus faible dans ces pays mais tend néanmoins à se développer. Pour des raisons culturelles et historiques, les pays scandinaves et les Pays-Bas ont un temps d'avance sur le reste de l'Europe dans ce domaine.

« Nous avons, de longue date, un processus d'exclusions normatives afin d'aligner notre portefeuille avec les valeurs de notre institution. Nous pensons, par ailleurs, qu'intégrer adéquatement des considérations ESG dans notre processus d'investissement est simplement de la bonne gestion. Cette approche s'affranchit des considérations morales et relève davantage d'une gestion financière approfondie. » Investisseur institutionnel, Suède

Le *best-in-class* comme souvent évoqué en France n'est pas utilisé comme fer de lance de ce processus d'intégration. Les processus mis en place par les acteurs les plus avancés sont parfois moins formalisés et systématiques.

« Sur notre marché local, les agences de notation extra-financières survolent souvent le sujet. Les entreprises sont plus petites et ont sans doute des pratiques ESG très avancées mais elles ne

communiquent pas dessus. Nous pensons avoir une bien meilleure perception des risques extra-financiers en conduisant notre propre analyse et en dialoguant avec les dirigeants. » Investisseur institutionnel, Norvège

La réglementation européenne entraînera indéniablement des bouleversements sur le marché institutionnel, encourageant les réfractaires à combler leur retard. Toutefois, certains investisseurs engagés de longue date dans l'investissement responsable craignent une catégorisation trop systématique de leurs actions. Une réglementation trop prescriptive pourrait conduire les investisseurs à se contenter d'un exercice réglementaire sans pour autant s'approprier l'intégration.

« La réglementation va bouleverser la gestion d'actifs. Chaque investisseur institutionnel et chaque société de gestion va devoir intégrer l'ESG. Il est difficile pour la réglementation d'imposer l'exclusion de certains secteurs donc les stratégies d'intégration seront sûrement plébiscitées. Attention toutefois à ce que la réglementation ne soit pas trop restrictive et empêche les investisseurs d'innover sur l'ESG. » Investisseur institutionnel, Suède

Enfin, lors de la sélection de fonds, peu d'investisseurs institutionnels sont prescriptifs sur la méthodologie à employer. Des obligations en matière d'exclusions normatives ou sectorielles existent mais la vérification de l'intégration ESG passe, avant tout, par une analyse qualitative des équipes de gestion et de leurs analystes extra-financiers.

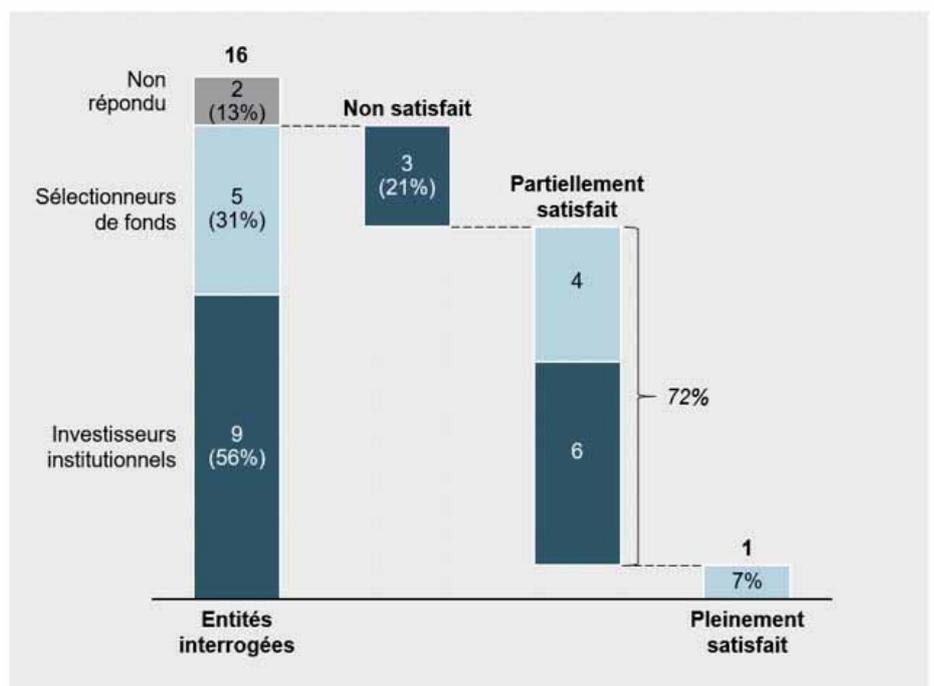
2. LES LIMITES ET LE RENOUVELLEMENT DE L'INTÉGRATION ESG

PRINCIPAUX MESSAGES :

- Bien que s'affirmant spontanément satisfaits des pratiques d'intégration ESG, les institutionnels et sélectionneurs sont conscients de leurs limites.
- L'utilisation d'un score unique pour représenter les risques extra-financiers d'une entreprise est remise en question par les investisseurs.
- La multiplication des sources d'informations (bases de données, agences de notation) pousse à une surconsommation de données et à une sous-compréhension des enjeux matériels.
- Il en résulte, pour les gérants, un manque d'appropriation des analyses ESG.
- L'intégration ESG est mûre pour un bouleversement méthodologique.
- Les approches risques / matérialité sont perçues positivement, car venant renouveler et compléter le *best-in-class* traditionnel. Ces approches sont d'autant plus pertinentes pour les investisseurs ayant une image de gérant « quantitatif ».
- Le renouvellement de l'intégration ESG se traduit principalement par une vision plus dynamique des enjeux ESG, une analyse plus fine des indicateurs et une prise en compte accrue de la matérialité.
- L'introduction de nouveaux référentiels d'analyse (e.g. impact ou Objectifs de Développement Durable) constitue un axe de développement pour établir le lien entre intégration ESG et alignement de valeurs.

Les institutionnels et sélectionneurs de fonds affirment de façon spontanée être satisfaits des pratiques d'intégration ESG et notamment le *best-in-class* mais sont toutefois conscients des limites de cette pratique ESG, comme l'indique le schéma ci-dessous :

Figure 5 - Niveau de satisfaction du panel vis-à-vis de l'intégration ESG



Plusieurs améliorations méthodologiques attendues ont été partagées par les investisseurs interrogés afin de répondre aux enjeux posés par le *best-in-class* traditionnel.

Ces dernières se reflètent dans quatre grandes tendances de marché identifiées ci-dessous :

Figure 6 - Limites du *best-in-class* et tendances de renouvellement

Limites identifiées		Les réponses	
<p>a) L'effet rétroviseur ou <i>backward-looking</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Calcul de notation sur des indicateurs passés - Faible prise en compte des évolutions et objectifs 		<p>a) La vision dynamique des enjeux ESG</p> <ul style="list-style-type: none"> - Analyse accrue des risques de controverses - Valorisation des trajectoires d'amélioration 	<p><i>Intérêt du panel</i></p> <p>43%</p>
<p>b) L'effet boîte noire</p> <ul style="list-style-type: none"> - Faible intelligibilité - Exposition aux erreurs 		<p>b) L'analyse fine des indicateurs</p> <ul style="list-style-type: none"> - Analyse des composantes E, S et G séparément - Analyse d'indicateurs bruts 	<p>57%</p>
<p>c) L'effet attrape-tout</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dilution des indicateurs matériels - Perte de message clair 		<p>c) La prise en compte accrue de la matérialité</p> <ul style="list-style-type: none"> - Restriction des indicateurs ESG choisis - Renouvellement des méthodologies de notation 	<p>57%</p>
<p>d) L'appropriation de l'ESG par le gérant et les clients</p> <ul style="list-style-type: none"> - Absence de discours clair et cohérent - Manque d'appropriation des enjeux ESG 		<p>d) L'introduction de nouveaux référentiels d'analyse</p> <ul style="list-style-type: none"> - Analyses d'impact des produits et services - Recours au référentiel des Objectifs de Développement Durable 	<p>79%</p>
<p>e) Autres limites</p> <ul style="list-style-type: none"> - Comparaison de performance aux benchmarks - Neutralité sectorielle 			

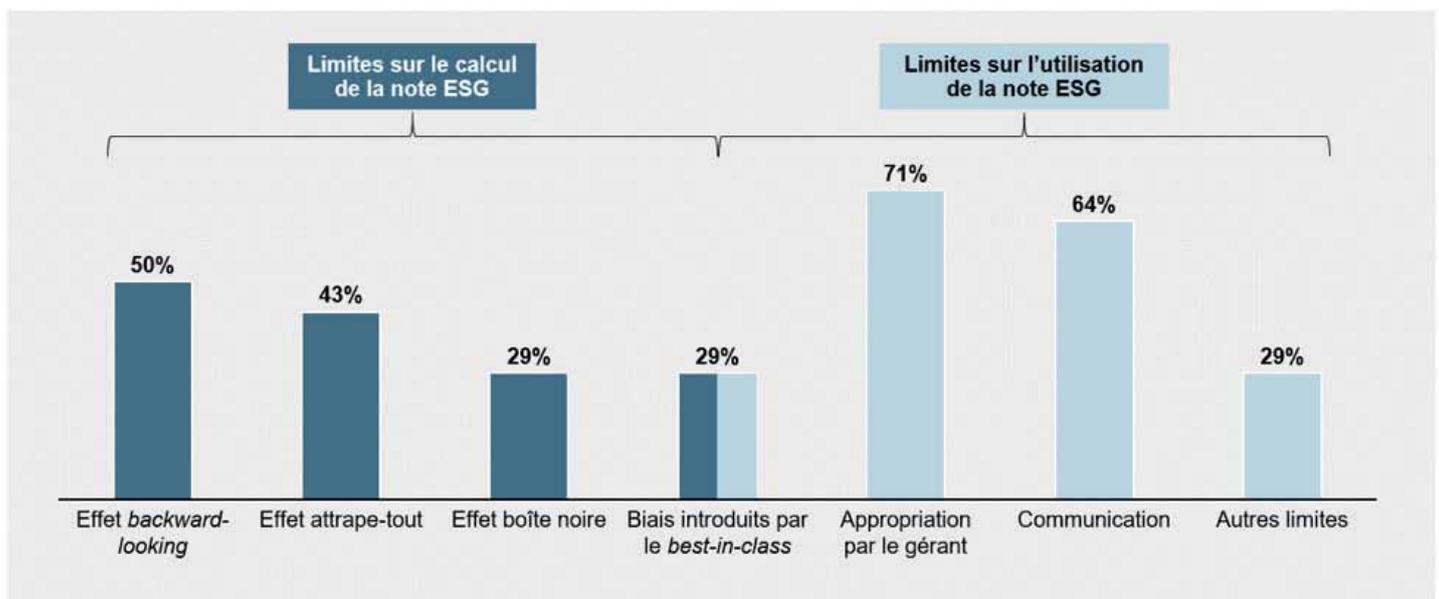
a. Les limites perçues du best-in-class traditionnel

Deux types de limites des stratégies *best-in-class* peuvent être relevées : la pertinence des calculs qui conduisent à la notation ESG globale d'un émetteur peut être remise en question ; et l'utilisation de cette note peut également introduire des difficultés de gestion ou de communication.

Par ailleurs, alors que les investisseurs touchent aux limites des exclusions sectorielles et tendent davantage vers des démarches d'engagement, l'amélioration des entreprises est un sujet central pour les investisseurs souhaitant les accompagner vers des pratiques plus responsables et moins risquées.

« *Le best-in-class ne regarde que l'état actuel de l'entreprise et non la progression ou les objectifs d'améliorations de l'entreprise. Cela nuit à une approche d'impact qui devrait être plus forward-looking.* » Investisseur institutionnel

Figure 7 - Limites du *best-in-class* perçues par le panel



Les limites du calcul de la notation ESG

- L'effet rétroviseur (ou *backward-looking*) et l'absence de valorisation de l'amélioration du score

La grande majorité des notations extra-financières sont le fruit d'une agrégation d'indicateurs bruts représentatifs de la performance extra-financière d'une entreprise au moment de l'analyse. Cette vision ne permet pas une projection vers le futur. Les stratégies d'évolution, les objectifs chiffrés, les trajectoires, et l'amélioration récente d'un émetteur, bien que valorisés par l'investisseur, ne sont pas reflétés dans les notations ESG.

- L'effet attrape-tout ou la surconsommation de données

Afin de pallier leur dépendance vis-à-vis des fournisseurs de données, une tendance observée chez les investisseurs est de multiplier les sources d'informations. Cette approche aboutit cependant à une surconsommation de données extra-financières qui peut masquer les enjeux ESG les plus matériels et diminuer la lisibilité de l'analyse et de la stratégie des entreprises.

« *Le best-in-class classique peut neutraliser certains critères importants. Noyée dans une*

multitude de critères, une mauvaise performance sur un indicateur particulièrement matériel peut passer inaperçue. » Investisseur institutionnel

Du fait de cette abondance de données, les gérants n'exploiteraient *in fine* que le score ESG global, ce qui les conduirait à ne pas se poser les bonnes questions.

Enfin, certains considèrent que le score ESG moyen masque les pratiques d'entreprises, qui pourraient être très bonnes sur certaines composantes E, S ou G mais très mauvaises sur d'autres. Or, il est évident que si une entreprise rencontre des difficultés liées à ses pratiques ESG, cela ne sera pas sur la moyenne de ces dernières mais sur un élément précis.

« Il est très difficile d'anticiper des controverses. Ce n'est certainement pas à travers un score ESG global que l'on arrivera à déceler les principaux risques d'une entreprise. Cela demande une analyse plus fine des composantes de la note. » Investisseur institutionnel

- **L'effet boîte noire**

Bien que simple sur le principe, l'approche *best-in-class* peut donner une sensation de non contrôle des mécanismes à l'œuvre. Son application peut par ailleurs déboucher sur des résultats difficilement explicables sur le portefeuille ou différents selon la date d'analyse retenue. Le score et le niveau de controverse qui composent l'analyse ESG varient dans le temps. L'évolution de cette performance extra-financière peut conduire à des décisions d'investissement contraires (e.g. une entreprise bien notée peut subir une controverse et se retrouver sur la liste d'exclusion peu de temps après investissement).

Il s'agit par ailleurs d'une approche sujette à erreurs de plusieurs points de vue. D'une part, cette approche requiert le traitement de fichiers souvent très larges, ce qui peut provoquer des erreurs humaines. D'autre part, du point de vue de

la dépendance créée vis-à-vis des fournisseurs de bases de données extra-financières, chaque analyse ESG correspond à une certaine vision du monde. Les notes données par les agences embarquent cette vision. Un investisseur peut ainsi se retrouver en décalage avec la perception du risque ESG de certains émetteurs.

« Parfois, nous ne comprenons pas les notations provenant de certaines agences de notation. A la suite de notre analyse interne, nous divergeons de façon assez importante sur des émetteurs qui représentent une part importante de notre portefeuille. » Investisseur institutionnel

- **Les biais introduits lors du calcul de la note**

Bien que le calcul d'une note selon l'approche *best-in-class* soit neutre sectoriellement, les méthodologies d'analyse peuvent introduire plusieurs biais identifiés par les investisseurs. Certains ont, par exemple, relevé les limites d'agences de notation qui sanctionnent de manière binaire le niveau de transparence. En effet, la pénalisation de la non-publication de données extra-financières impacterait asymétriquement les petites capitalisations, introduisant un biais large cap dans le calcul de la note. Par ailleurs, certains émetteurs non soumis à des obligations de reporting pourraient se voir attribuer des notes médiocres alors qu'ils présentent des performances extra-financières au-dessus de la moyenne. Ces biais de calcul de la note présentent également un frein conséquent à leur utilisation dans la gestion.

Les limites de l'utilisation de la notation ESG

- **L'utilisation de scores ne facilite pas l'appropriation des sujets ESG par le gérant**

Dans le travail d'analyse des gérants, la délégation du traitement des thématiques ESG à un analyste spécialisé en ESG ne favoriserait pas l'appropriation de ces enjeux par les gérants dans leur travail quotidien. Il est compliqué pour un gérant d'intégrer

une source d'information qu'il ne maîtrise pas. Par ailleurs, l'application de règles strictes et systématiques sur son univers d'investissement peut être ressentie comme une intrusion dans son mandat de gestion discrétionnaire.

La majorité des investisseurs ayant déployé une stratégie d'intégration basée sur l'approche *best-in-class*, quelle qu'elle soit, conserve une référence de gestion aux indices de marché traditionnels.

Ce choix est paradoxal car l'intégration ESG provoque un écart avec le benchmark, du fait de l'exclusion des moins bonnes entreprises ; cette approche rend moins lisible la génération de performance d'un gérant.

« C'est au gérant de savoir expliquer pourquoi certaines entreprises, en apparence controversées, sont présentes dans un portefeuille ESG. » Sélectionneur de fonds

« Lorsque nous avons rencontré une société de gestion, le gérant était venu accompagné d'un analyste ESG. Lors des réflexions autour des stratégies d'intégration, seul l'analyste maîtrisait le sujet, ce qui démontre la limite de l'appropriation des sujets ESG par les gérants aujourd'hui. » Investisseur institutionnel

- **La complexité du *best-in-class* brouille le message pour les clients**

Sans travail approfondi sur une entreprise et une thématique en particulier, le score ne permet pas aux gérants d'articuler un discours clair sur les sujets ESG à l'attention de leurs clients. Ces derniers cherchent à mieux communiquer sur ces thématiques avec leurs bénéficiaires. De façon générale, une meilleure narration et une transparence accrue sont attendues dans l'ensemble de la chaîne d'investissement.

*« Expliquer une stratégie *best-in-class* est plus compliqué que d'exclure des entreprises controversées. Il est difficile d'expliquer à un*

client retail ce qu'est l'ESG et tous les ressorts de l'analyse extra-financière. » Sélectionneur de fonds

*« Bien que la stratégie *best-in-class* reste dominante dans notre portefeuille, nous ne sommes pas pleinement satisfaits de cette stratégie. Elle soulève plusieurs interrogations, notamment lorsque nos administrateurs voient Total en portefeuille. »* Investisseur institutionnel

*« La stratégie *best-in-class* n'est pas facilement communicable. C'est pour cela que nous excluons le tabac. Les exclusions ont le mérite d'être lisibles mais elles ne peuvent pas être l'essence de la stratégie ESG. Il faut un mélange équilibré des deux. »* Investisseur institutionnel

- **Les autres limites relevées ponctuellement : la neutralité sectorielle ou l'homogénéisation des données**

Bien que la neutralité sectorielle de l'approche *best-in-class* soit le plus souvent considérée comme un avantage pour la gestion, elle peut également être remise en question par certains investisseurs. L'absence de biais sectoriel contredirait, par exemple, la volonté d'un investisseur de contribuer positivement à la transition énergétique et d'abaisser son financement aux énergies fossiles. De même, sur le plan des risques, chaque secteur n'est structurellement pas exposé avec la même intensité aux risques extra-financiers.

*« Nous comprenons le souhait du *best-in-class* de ne pas introduire de biais sectoriel mais il est tout de même compliqué de contribuer positivement à la transition énergétique et de se prémunir des risques de transition en répliquant un indice classique fortement carboné. »* Investisseur institutionnel

*« Bien que le *best-in-class* permette de ne pas déformer le portefeuille, cette stratégie peut être trompeuse car tous les secteurs ne présentent pas le même niveau de risque. Le *best-in-class* neutralise les considérations sectorielles. »* Investisseur institutionnel

« La neutralité sectorielle est challengée par le climat. Nous aurons sans doute plus de mal à appliquer une stratégie purement best-in-class avec la prise en compte de considérations climat. »
Investisseur institutionnel

La difficulté d'homogénéiser les méthodes d'analyse sur l'ensemble des classes d'actifs est enfin une dernière limite relevée par 14% du panel.

ESG, PERFORMANCE ET GESTION DES RISQUES

La création du concept d'investissement responsable puis d'intégration ESG s'est immédiatement accompagnée d'un débat sur son impact sur la performance financière. La théorie financière classique affirme en effet que toute contrainte de gestion venant diminuer l'univers investissable (ce qui est le cas pour l'intégration ESG) ne peut que dégrader le portefeuille optimal et la performance de l'investisseur.

Ce raisonnement est bien sûr très théorique, car les contraintes comptables, financières et réglementaires, encadrant la gestion d'actifs institutionnelle, sont très nombreuses (exemple de la gestion assurantielle) et aucun investisseur ne vit dans un monde idéal où il pourrait choisir sans aucune astreinte les titres de son portefeuille.

Certains investisseurs considèrent que la pérennité de stratégies ESG est intimement liée à leur capacité à générer de la performance et ils ont fait le choix de n'évaluer l'apport de l'ESG que sur le long terme, au-delà du financier.

« Notre premier devoir, c'est générer de la performance et de façon durable. Le couple rendement-risque est la première considération lors de tout investissement. Pour la durabilité de l'ESG, il faut que cela performe. » Investisseur institutionnel

Pour certains, la performance des stratégies ESG dépend essentiellement de l'utilisation de cette nouvelle source d'information. Des règles de gestion trop contraignantes pourraient ainsi limiter l'apport de l'ESG à la performance.

« Peut-être que nous arriverons un jour à la frontière efficiente de l'information extra-financière. Les sources d'informations se multiplient mais si l'on est trop dogmatique en voulant appliquer des règles de gestion systématiques, cela complique

l'atteinte de cette frontière. Et on ne peut pas additionner des filtres, tout en maintenant l'exigence de performance. On doit faire sur l'extra-financier ce que l'on a fait sur le financier, l'analyse quantitative peut aider. » Investisseur institutionnel

La majorité des investisseurs et des gérants naviguent dans un univers de contraintes qui rendent difficiles les approches qui s'exonéreraient de la génération de performance à court ou à moyen terme. Que ce soit pour des raisons de positionnement concurrentiel (distribution) ou de points annuels avec leur conseil d'administration, les investisseurs privilégieront les partenaires de gestion qui réussissent à intégrer ce cadre ESG tout en préservant le pilotage de la performance.

« Malgré un horizon d'investissement long terme, chaque fin d'année ils doivent rendre des comptes à leur conseil d'administration. Donc ce qui compte finalement, c'est afficher une performance à court terme, même si l'application des critères ESG pourrait générer à moyen terme une surperformance. Leur latitude est par conséquent moins forte que des investisseurs qui n'ont pas cet arrêté comptable à prendre en compte. » Consultant en investissement

Certains investisseurs voient en ce débat une forme d'incohérence, et dans l'ESG un moyen pour les gérants de se démarquer.

« Les gérants actifs ne battent que très rarement l'indice sur le long terme. Quitte à ne pas battre le marché, autant intégrer les dimensions extra-financières et donner un autre sens à la gestion active. » Sélectionneur de fonds

L'enrichissement de la vision du risque est l'un des enjeux de l'intégration ESG. Une approche holistique des risques avec en perspective la bonne gestion du couple rendement/risque nécessite d'innover pour trouver la bonne grille de lecture.

b. Le renouvellement des méthodologies

a) *Une vision dynamique des enjeux et risques extra-financiers*

- **Utilisation approfondie des risques de controverse pour anticiper les risques de marché**

En complément des scores ESG, l'utilisation systématique du suivi des controverses est une réponse pertinente à plusieurs critiques de l'intégration ESG traditionnelle. L'indicateur de controverse (« forward-looking ») permet d'anticiper la matérialisation de risques ESG, à travers le suivi des réactions et de la gestion d'une entreprise au fil du temps (voire des années) lié à un événement ou une série d'événements regroupés par catégorie E, S et G. Il se trouve qu'une composante essentielle de l'analyse de la controverse est liée aux risques de réputation. Ceci peut aider les gérants à éviter scandales et sanctions boursières emblématiques.

Certains investisseurs choisissent de ne pas employer de scores ESG et se fondent uniquement sur le niveau et l'analyse des controverses des émetteurs pour fonder leurs décisions d'investissement. Ceux-là estiment que cette donnée leur permet d'avoir une vision du comportement sur les trois piliers E, S, G et sous-piliers associés de l'émetteur suffisamment approfondie, avec l'avantage d'être dynamique et de donner une indication forward-looking ou d'anticipation de progression de la controverse sur les 12-18 mois à venir.

- **Valorisation de l'amélioration de la performance extra-financière des émetteurs**

Facteur important dans le domaine du dialogue et de l'engagement, la valorisation de l'amélioration d'une entreprise sur ses enjeux extra-financiers pourrait permettre aux investisseurs d'identifier les émetteurs s'étant réellement efforcés à prendre en compte les risques matériels.

L'amélioration de méthodologies d'analyse permettant d'incorporer une dimension prospective aux performances ESG d'une entreprise permettrait à la fois d'anticiper les risques de marché et d'équiper l'investisseur d'un outil supplémentaire pour guider sa démarche d'engagement.

« Je privilégie avant tout l'accompagnement et l'effort consenti par les entreprises dans leur stratégie d'amélioration sur leur performance extra-financière. Ceci devrait être représenté dans les notations des entreprises plutôt que simplement sur leur performance à un instant t. » Sélectionneur de fonds

« Nous privilégions les approches best-in-class plus fines, qui prennent en compte l'évolution des entreprises dans le temps ainsi que leurs stratégies d'amélioration. Cela donne une vision plus dynamique qu'une note fixe. » Investisseur institutionnel

b) *Une analyse plus fine des composantes de la notation ESG*

- **Analyse fine des différentes composantes E, S, ou G**

D'autres investisseurs décident d'analyser plus finement les scores ESG : au lieu d'un seul score, ils analysent les différentes composantes E, S ou G, voire des critères encore plus précis. Les règles de gestion s'appliquent alors sur ces composantes et non plus sur le score global. Il peut s'agir par exemple d'éliminer les mauvais élèves sur certaines composantes E, S et G en variant l'analyse pour chaque émetteur, en fonction de son secteur d'activité ou de son exposition géographique.

« Pousser l'analyse au-delà des trois critères E, S et G et intégrer des notations sur les composantes de chacun de ces indicateurs semble être une approche constructive. En revanche, je trouverais sans doute plus parlant de mettre en lumière plusieurs indicateurs bruts. » Investisseur institutionnel

« Les stratégies de réduction d'empreinte carbone sont assez répandues aujourd'hui. Il y a sans doute autre chose à faire, d'autres indicateurs plus pertinents. Une analyse plus fine des produits et services et le potentiel des entreprises à répondre aux enjeux de la transition énergétique seraient un bon moyen de se démarquer. » Investisseur institutionnel

- **Analyse directe des indicateurs « bruts » sans employer de scores**

Enfin, la prise en compte d'indicateurs bruts plutôt que des scores ESG est aussi une tendance identifiée chez certains investisseurs. Cela étant déjà le cas dans le calcul de l'empreinte carbone de portefeuilles, cette tendance pourrait éventuellement s'amplifier dans une perspective accrue de simplification et de recherche de sources stables et traçables dans le temps, non sujettes à des changements méthodologiques.

« Creuser les notations globales et s'appuyer uniquement sur une petite sélection d'indicateurs pertinents, choisis pour leur matérialité, permettrait sans doute d'avoir une meilleure opinion du risque de certaines entreprises. » Investisseur institutionnel

- c) **Un intérêt renouvelé pour la matérialité financière**

Le concept de matérialité dans l'intégration ESG revêt un intérêt accru pour les investisseurs. De leur point de vue, un enjeu est financièrement matériel dès lors qu'il peut avoir un impact présent ou futur sur les leviers de création de valeur d'une entreprise et sur son positionnement compétitif. Il a alors un impact attendu sur le comportement boursier de l'entreprise et sur sa capacité à créer de la valeur pour ses investisseurs.

Si la matérialité a traditionnellement été prise en compte dans les analyses ESG (par exemple dans la définition des niveaux de pondération des critères pour le calcul d'un score moyen), il s'agit aujourd'hui

de pousser un cran plus loin cette logique et de ne retenir qu'un « petit » nombre de critères : en effet, pourquoi s'efforcer d'analyser des dizaines de critères et d'indicateurs s'ils ne sont pas tous « matériels » pour l'entreprise ? Le nombre de critères finalement retenus varie grandement d'un investisseur à l'autre : de deux ou trois critères à plus de 40 !

La performance étant le premier objectif recherché, les investisseurs sont ouverts à une approche centrée sur la matérialité financière. La cohérence de l'approche et la robustesse des analyses sont néanmoins des éléments nécessaires pour convaincre l'investisseur de cette matérialité.

« Nous tentons de pousser la matérialité de plus en plus. C'est un critère que nous prenons en compte mais nous laissons les gérants faire sur ce point, c'est à eux de bien s'approprier le sujet et de l'intégrer adéquatement dans leur gestion. » Investisseur institutionnel

« Je n'ai pas encore vu d'approche très transcendante sur la matérialité. Le tout est de bien comprendre les enjeux ESG, de trouver les bons indicateurs et d'intégrer les résultats dans la sélection de titres. » Investisseur institutionnel

- d) **Un autre bouleversement en cours : les analyses d'impact**

L'intégration ESG apparaît comme une pratique centrale des politiques ESG. Celle-ci peut représenter un socle permettant de mettre en musique d'autres pratiques telles que l'exclusion et l'engagement ou de renforcer la notion d'impact au cœur des investissements. Cette approche d'impact connaît un succès grandissant et permet aux investisseurs et sociétés de gestion de déployer une méthodologie ESG différenciée. Le fait de se fixer des objectifs d'impact définis en ligne avec les valeurs de l'investisseur permet notamment d'articuler un discours clair et percutant à relayer auprès d'une clientèle aux exigences nouvelles et,

de façon indirecte, à l'ensemble des acteurs de la chaîne d'investissement.

Dans ce domaine, deux phénomènes peuvent être constatés :

- d'une part, les investisseurs cherchent de plus en plus fréquemment à conduire des analyses d'impact sur leurs portefeuilles (79% du panel de l'étude) ;
- d'autre part, ils sont de plus en plus nombreux à définir une allocation à des investissements d'impact.

• Analyse d'impact des portefeuilles

Les investisseurs sont entrés dans une logique de mesure d'impact liés aux enjeux ESG-climat. Il s'agit par exemple de mesurer l'impact concernant tout type de thématiques sociétales, sociales et de gouvernance (e.g. nombre d'emplois créés, diversité des conseils d'administration, etc.). Sur le panel, 79% des institutions souhaiteraient intégrer plus de mesures d'impact dans leur portefeuille, les enjeux climatiques étant la priorité pour la majorité d'entre eux.

Le climat ressort désormais comme un thème à part entière, quasiment autonome des autres sujets et thématiques ESG, du fait des évolutions réglementaires et de la pression croissante des pouvoirs publics.

« Nous recherchons des sociétés de gestion qui sont en mesure de faire le lien entre les investissements et les notions d'impact (part verte, gestion des controverses). » Investisseur institutionnel

Le reporting climat est donc devenu central et se matérialise par la réalisation effrénée d'empreintes carbone de portefeuilles, exercices simple d'affichage et de consolidation. Sont également mises en place des méthodologies de reporting plus sophistiquées

et « matérielles » pour les investisseurs, en ligne avec les recommandations de la TCFD⁷ : analyse de l'exposition aux risques climat et alignement des portefeuilles sur une trajectoire 2°C.

Empreinte carbone : cette analyse vise à mesurer les émissions de gaz à effet de serre des émetteurs en portefeuille. On distingue généralement trois périmètres (ou scopes) : les émissions directes (scope 1), les émissions liées à la consommation d'énergie (scope 2) et les émissions induites par les produits ou services et la chaîne d'approvisionnement (scope 3).

Analyse des risques climat : il s'agit d'analyser l'exposition d'un portefeuille aux risques climat, en distinguant les risques physiques (ouragans, inondations, sécheresses, etc.) des risques de transition (réglementation carbone, variation du prix de l'énergie, modification des comportements des fournisseurs ou des clients d'une entreprise à cause du climat).

• Une offre renouvelée du cadre d'analyse

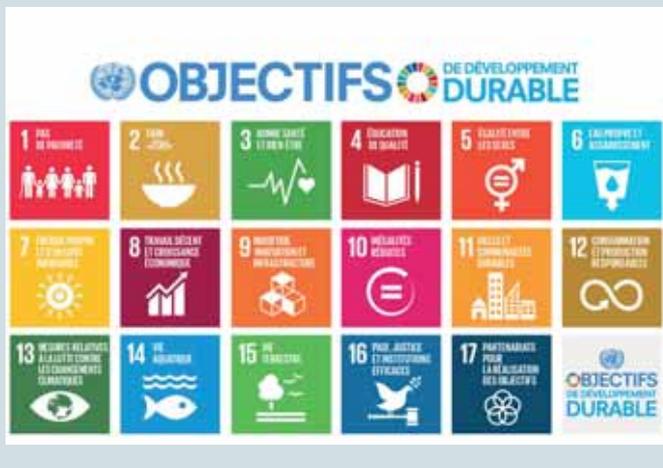
Le référentiel des Objectifs de Développement Durable (ODD)

Les démarches d'impact sont de plus en plus ancrées dans le nouveau cadre de référence de l'ONU : les Objectifs de Développement Durable (ODD). Depuis leur entrée en vigueur, ceux-ci suscitent un intérêt fort de la part du secteur privé. Le secteur financier y a également trouvé un cadre pratique pour analyser l'influence, négative ou positive, de ses investissements sur des grands enjeux sociétaux et mondiaux. Beaucoup espèrent qu'ils deviennent rapidement un langage commun aux entreprises, sociétés de gestion et investisseurs, du moins en ce qui concerne les ODD qui sont pertinents pour le secteur privé.

7. L'essentiel des recommandations publiées à l'été 2017 par la Task Force for Climate-Related Financial Disclosure porte sur l'intégration des sujets climat au plus haut niveau de la gouvernance des émetteurs et investisseurs, l'analyse de l'exposition aux risques climat et la définition de stratégies d'allocation d'actifs visant à aligner les portefeuilles sur une trajectoire 2°C de changement climatique.

Les Objectifs de Développement Durable du programme de développement durable à l'horizon 2030

Les 17 Objectifs et 169 cibles de développement durable du Programme à l'horizon 2030 - adopté en 2015 lors d'un sommet des Nations Unies - sont entrés en vigueur le 1er janvier 2016. Ils s'appuient sur le succès des Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD) et visent à aller plus loin pour répondre aux défis mondiaux liés à la pauvreté, aux inégalités, au climat, à la dégradation de l'environnement, à la prospérité, à la paix et à la justice.



Au Pays-Bas par exemple, dans une démarche collaborative, les principaux institutionnels et gestionnaires d'actifs ont commencé à travailler avec la Banque Centrale dans ce cadre dès la parution des ODD qui s'imposent progressivement comme la matrice du débat ESG-climat mondial. Il ne s'agit pas de remplacer un référentiel ESG par un autre, mais bien de sélectionner un petit nombre (3 ou 4) d'ODD et de travailler spécifiquement dans ce cadre, à condition d'assumer les biais sectoriels induits par une telle approche.

Sur le panel de l'étude, 64% des institutions interrogées souhaitent intégrer les ODD dans leurs méthodologies de reporting, d'analyse ou d'investissement. Toutefois, cette demande est naissante et la majorité des institutions n'en sont encore qu'au stade du développement.

L'harmonisation de la taxonomie des secteurs ayant un impact par la Commission européenne

Un système de classification européen des activités économiques durables sur le plan environnemental appelé « taxonomie » se trouve en cours d'établissement. D'autres initiatives en lien avec celle-ci contribuent à la mise en place d'un nouveau cadre d'analyse à l'échelle européenne. Il s'agit par exemple d'établir des labels européens pour les produits financiers dits verts, l'harmonisation des indicateurs de référence (ou « benchmarks) en matière de durabilité, l'introduction d'un « *green supporting factor* »⁸ ou encore le renforcement de la transparence du reporting extra-financier des entreprises.

Structurer une politique ESG plaçant en son cœur l'impact (d'un point de vue du reporting et de la pratique de l'investissement d'impact) représente un facteur clé de définition de mission et facilite la communication envers le client. Des cadres d'analyse homogènes et globaux faciliteront cette évolution. Celle-ci contribuera sans doute à répondre en partie aux aspirations des investisseurs de donner plus de sens à leur politique d'investissement et facilitera leur communication avec leurs parties prenantes.

Les quatre tendances de renouvellement de l'intégration ESG décrites dans ce chapitre tentent d'apporter une réponse aux limites que pose l'intégration ESG traditionnelle. Au fil du temps, cette pratique semble être devenue un véritable socle de la politique de gestion des risques des investisseurs. C'est pourquoi elle constitue un élément incontournable des discussions entre institutionnels et sociétés de gestion.

8. Green Supporting Factor : l'introduction de celui-ci dans les règles prudentielles s'appliquant aux banques et assurances implique d'intégrer les enjeux climatiques dans les politiques de risques des banques et de promouvoir les institutions financières qui investissent dans des projets durables.

LES INVESTISSEMENTS À IMPACT

Au-delà du reporting sur leurs investissements existants, de plus en plus d'investisseurs décident de mettre en œuvre une politique délibérée d'investissement d'impact.

L'investissement d'impact prend la forme de stratégies thématiques aussi bien en format indiciel que de gestion active. La gestion thématique est loin d'être nouvelle et peut se décliner à l'infini. Les plus populaires sont : la santé, la gestion de l'eau, l'éducation et la formation, la thématique de la nutrition autour de la chaîne de l'alimentation ou encore l'égalité des genres.

*« Nous avons identifié certaines thématiques que nous souhaitons soutenir à travers nos investissements. Le climat est bien évidemment un sujet important, mais nous sommes également investis de longue date dans un fonds sur la gestion de l'eau. Depuis peu, nous sommes de plus en plus attentifs à l'égalité des genres. »
Investisseur institutionnel*

Par ailleurs, certains investissements sont fléchés vers le financement d'une thématique de la transition écologique et énergétique⁹. On citera dans cette catégorie les obligations « vertes »¹⁰ et les fonds thématiques TEE, dont les infrastructures de production d'énergies renouvelables.

9. Les investissements en faveur de la TEE : 36% des investisseurs actifs en ESG-climat ont recensé les actifs concernés dans leurs portefeuilles, voire, ont décidé des programmes d'investissement spécifiques dans ce type d'actifs en faveur de la TEE. [Baromètre institutionnels 2018](#).

10. On retrouve les obligations vertes dans les portefeuilles de plus de 25 investisseurs pour des montants parfois non négligeables de plusieurs centaines de millions d'euros. Certains investisseurs ont même créé des fonds dédiés de green bonds pour loger ces investissements. [Baromètre institutionnels 2018](#).

3. L'INTÉGRATION ESG DANS LES RELATIONS AVEC LES SOCIÉTÉS DE GESTION

PRINCIPAUX MESSAGES :

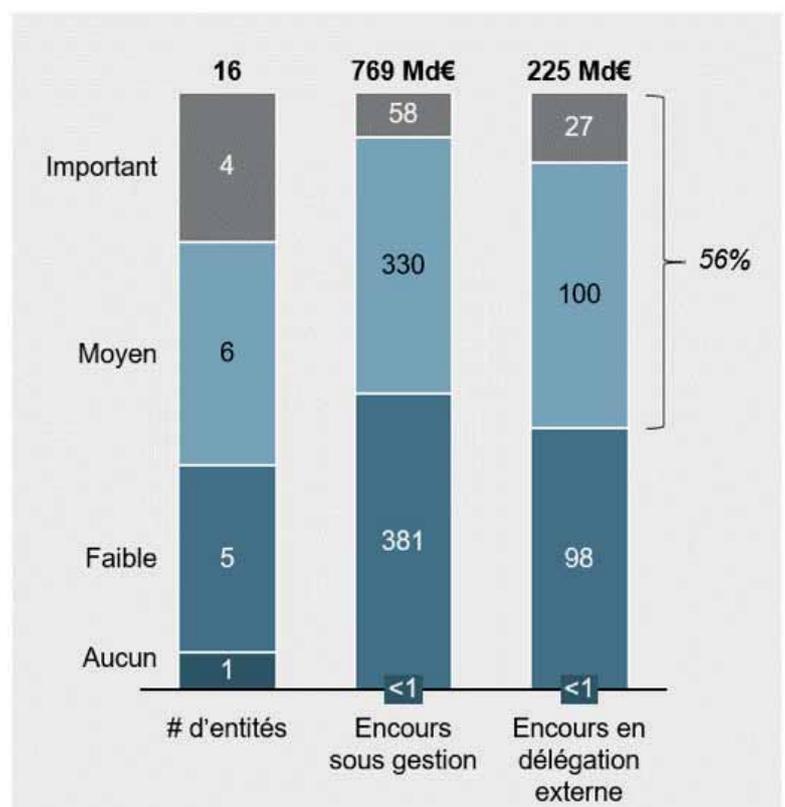
- Les investisseurs ne sont pas prescriptifs sur la méthodologie employée par leurs prestataires de gestion et acceptent voire encouragent la diversité des approches d'intégration ESG.
- Les investisseurs sont, avant tout, attentifs aux engagements publics, aux ressources allouées à l'ESG et à la qualité de la recherche interne.
- Le poids des critères ESG dans la sélection de fonds est en croissance. Il varie de 'condition sine qua non' pour les mandats d'établissements publics à 'aucun poids' pour certains investisseurs.
- La qualité du reporting et des services est une attente clé de la part des investisseurs en matière d'ESG.
- Les investisseurs s'accommodent de pratiques d'intégration ESG différentes propres à chaque gérant et ne recherchent pas l'uniformisation.

a. L'extension des politiques ESG des investisseurs à leurs partenaires de gestion

Les investisseurs portent une attention croissante à l'application de leur politique ESG dans les investissements délégués. Par exemple, 70% des institutionnels n'accepteraient pas de retrouver dans un fonds dédié des émetteurs présents sur leur liste d'exclusion appliquée pour la gestion interne.

Les *due diligences* ESG lors de la délégation d'actifs, en formats dédiés ou collectifs, ont un poids variable selon les institutions. Pour trois institutions de notre panel, le poids de la composante ESG dans la décision d'investissement est considéré comme important.

Figure 9 - Poids de l'analyse ESG dans la sélection de fonds ou de partenaires de gestion (hors consultants en investissement).



« Bien que nous ayons développé un processus d'analyse systématique des fonds sur des critères à la fois financiers et ESG, la stratégie ESG du gérant n'est pas le facteur le plus important dans la décision finale d'investissement. » *Sélectionneur de fonds*

« Les ressources allouées à l'ESG, la qualité de la recherche ainsi que la pertinence de la méthodologie d'intégration sont des critères importants lors de l'évaluation générale d'une société de gestion. » *Investisseur institutionnel*

« Les investisseurs sont sensibles à ce que leur société de gestion intègre les facteurs ESG dans sa gestion. Je n'ai pas vu encore de veto d'un investisseur sur la base uniquement de ce critère-là. C'est un élément qui vient pénaliser la note globale. » *Consultant en investissement*

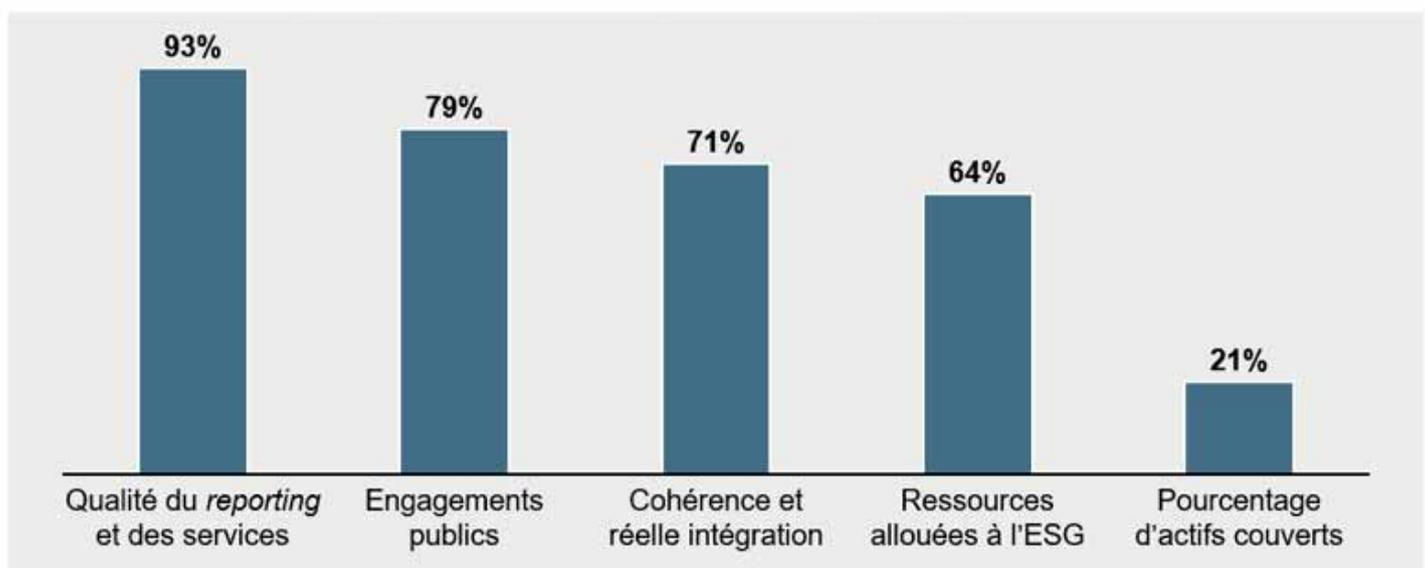
b. Les attentes ESG vis-à-vis des partenaires de gestion

Afin d'avoir un discours ESG qui « parle » aux investisseurs, les sociétés de gestion emploient des stratégies de natures différentes : travail et recherche internes, conseil auprès d'agences

spécialisées. Par le passé, le discours des partenaires de gestion était de dire qu'ils s'adaptent aux préférences ESG des investisseurs et pouvaient en quelque sorte faire du sur-mesure. Aujourd'hui, cette approche semble ne plus être suffisante pour se démarquer et gagner des appels d'offres. Nous assistons à un changement de phase où chaque partenaire de gestion doit trouver et mettre en avant ses convictions et sa philosophie ESG.

Au-delà du prérequis habituel de performance, les investisseurs ont, par ailleurs, des attentes fortes vis-à-vis de leurs partenaires de gestion en matière de lisibilité, de cohérence et de transparence de leurs approches d'intégration ESG. Ceux-ci ont une double ambition : donner plus de sens à leur politique d'investisseurs responsables et faciliter leur communication avec leurs parties prenantes. C'est pourquoi au moment de la sélection de leurs partenaires de gestion, les institutionnels ou sélectionneurs de fonds sont attentifs à un certain nombre d'éléments.

Figure 10 - Attentes des investisseurs envers leurs partenaires de gestion sur les sujets ESG



Qualité du reporting et des services

Les investisseurs voient dans la qualité du reporting un gage de sérieux de l'approche ESG et une promesse de transparence extrêmement valorisée.

« Nous valorisons beaucoup la transparence de l'approche ESG et la qualité du reporting. Nous pensons que c'est un indicateur du sérieux avec lequel les équipes de gestion intègrent le sujet. »
Sélectionneur de fonds

Les informations auxquelles les investisseurs sont sensibles dans l'exercice de reporting ESG sont diverses :

- format du rapport : rapport dédié, intégration dans le rapport de gestion (notamment au sein du commentaire du gérant), communications ponctuelles (notamment à la suite de controverses) ;
- standardisation des termes : la future taxonomie de la commission européenne et les ODD constituent certaines des pistes de standardisation de mondial pour les problématiques ESG ;
- contenu personnalisé ou personnalisable : certains investisseurs attendent un reporting sur-mesure ;
- niveau de granularité : certains investisseurs demandent une analyse du portefeuille sur des thématiques ESG particulières ou sur un nombre de critères définis au préalable.

« Nous sommes très intéressés par l'impact de nos investissements. Le meilleur moyen de le mesurer sur des fonds externes est d'obtenir un reporting clair et intelligent sur les thématiques que nous souhaitons porter en interne. » Investisseur institutionnel

« Nous percevons des qualités de reporting très disparates. Il ne nous est pas très utile d'avoir une note ESG finale sur un rapport, il faut au moins pouvoir creuser les notes sur des sous-dimensions et expliquer certaines décisions de gestion. »
Investisseur institutionnel

« Plus que la note moyenne d'un portefeuille et la photo à une date, c'est la dispersion des notes ESG dans le portefeuille qui est intéressante à regarder et à suivre dans le temps. » Investisseur institutionnel

Au-delà du seul rapport régulier, les investisseurs souhaitent pouvoir aborder les sujets ESG lors de l'ensemble de leurs interactions avec les sociétés de gestion (réunions ad-hoc, conférences, etc.).

« La plupart des sociétés de gestion sont désormais capables de calculer une empreinte carbone. C'est une étape nécessaire mais pas suffisante. Demain, cela deviendra certainement un prérequis à l'investissement, tout comme la signature des PRI. » Investisseur institutionnel

Certains investisseurs souhaitent également bénéficier de produits sur-mesure, en lien avec des thématiques qui leur sont propres. Ce besoin d'ESG sur-mesure est relevé aussi bien chez les institutionnels que les banques privées. La capacité d'une société de gestion d'être à l'écoute de ces demandes individuelles peut constituer un avantage compétitif indéniable.

« Les investisseurs institutionnels nous demandent des produits qui reflètent leur propre politique ESG. Ils veulent du sur-mesure. » Sélectionneur de fonds

« Bien que les banques privées restent peu matures sur l'ESG, elles demandent des ajustements sur les portefeuilles proposés en fonction des sensibilités E/S/G de leurs clients. » Sélectionneur de fonds

Enfin, de nombreux investisseurs recherchent un accompagnement de leurs partenaires de gestion à travers l'ensemble du processus ESG. Cet accompagnement peut démarrer par une analyse ESG du portefeuille, puis se développer à travers des échanges réguliers sur les controverses ou un suivi dans le temps des évolutions d'émetteurs jugés risqués.

« Nous nous appuyons beaucoup sur nos sociétés de gestion partenaires pour développer notre démarche ESG. La possibilité de suivre notre portefeuille dans le temps et d'échanger autour de solutions pratiques pour s'améliorer est clairement un avantage. » Investisseur institutionnel

Engagements publics

Certains investisseurs voient les engagements publics comme un gage de transparence et d'implication de la part d'une société de gestion sur les dimensions ESG. La signature des PRI est souvent le premier élément analysé voire requis par les investisseurs lors de la due diligence ESG.

« La signature des PRI est un prérequis pour un investissement. Les nouvelles sociétés de gestion ont un voire deux ans pour les signer. » Investisseur institutionnel

« Ce n'est pas un prérequis systématique que de signer les PRI. Toutefois, cela représente une garantie d'un effort de transparence et d'engagement. Une société de gestion non signataire devra avancer des arguments convaincants pour justifier sa position. » Investisseur institutionnel

« Presque toutes les sociétés de gestion aujourd'hui ont pris un ou des engagements publics. Ce n'est plus un facteur discriminant. Il faut montrer autre chose au-delà de ses prises de position. » Consultant en investissement

Cohérence de la politique ESG et vérification d'une réelle intégration

Il est important d'avoir établi une politique ESG et d'allouer des ressources dédiées au déploiement de celle-ci mais il est encore plus crucial aux yeux des investisseurs de l'appliquer effectivement. Comme la plupart des sociétés de gestion se sont équipées en politiques et outils ESG, il est devenu très difficile de les différencier simplement. Ainsi, une majorité des investisseurs interrogés estiment qu'il est difficile de vérifier que les stratégies d'intégration ESG sont réellement appliquées par le gérant. Au contraire des politiques d'exclusions, les stratégies d'intégration ad-hoc sont à la discrétion du gérant et l'importance que celui-ci accorde aux analyses ESG est difficilement mesurable. Pour autant, il convient de constater que l'utilisation de labels pour vérifier l'intégration ne trouve pas un écho favorable auprès des investisseurs.

« Ce qui intéresse réellement les administrateurs, c'est de savoir si des considérations ESG ont directement impacté la gestion. » Investisseur institutionnel

« Je ne regarde pas les labels. On peut mettre un peu n'importe quoi dans un fonds labélisé donc je ne considère pas ces certifications comme un vrai gage de l'appropriation du gérant. » Investisseur institutionnel

« Je m'attends à une certaine cohérence dans l'approche, surtout venant des gérants qui se revendiquent comme des experts de l'ESG. J'aimerais qu'ils puissent m'expliquer en détail comment chaque financement est réconcilié avec la politique ESG de la société de gestion. » Consultant en investissement

« La valeur n'est pas d'investir sur une équipe dédiée de 25 analystes ESG, la valeur est de comprendre ce qui est fait au niveau de la gestion du score ESG calculé. S'il reste dans le placard, ça ne sert pas à grand-chose. La cohérence dans l'approche

elle-même et sa continuité avec la démarche RSE propre de la société de gestion ou son groupe d'appartenance deviennent un point d'attention dans nos processus de sélection de sociétés de gestion. » Consultant en investissement

« Que ce soit sur une méthodologie best-in-class ou non, ce n'est pas l'intérêt premier. Ce qui est plus important, ce sont les ressources allouées par la société de gestion à l'analyse ESG et le sérieux avec lequel la méthodologie est déployée. » Sélectionneur de fonds

« Le problème avec l'intégration ESG est que l'on ne sait jamais si le processus dépasse le marketing des sociétés de gestion. Ce qui m'intéresse c'est de percevoir le sérieux de la démarche ; comprendre les ressources allouées à l'ESG, vérifier leur compréhension des sujets. » Sélectionneur de fonds

Ressources allouées à l'analyse ESG

Un critère fréquemment retrouvé dans les questionnaires de due diligences envoyés aux sociétés de gestion concerne les ressources allouées à l'ESG. Le niveau d'attente pour ce critère peut varier de la simple présence d'un analyste ESG à une équipe dédiée composée d'analystes seniors ayant une réelle influence sur la gestion.

« Nous vérifions principalement que l'analyse ESG est de qualité et qu'elle s'appuie sur une recherche robuste. Nous vérifions évidemment qu'il y a bien des analystes ESG dans la société de gestion et qu'ils sont bien intégrés dans la prise de décision. » Investisseur institutionnel

« Nous exigeons désormais la signature des PRI et vérifions, dans le cadre d'une due diligence opérationnelle, le niveau d'intégration ESG du fonds. Nous regardons particulièrement les politiques d'exclusion, le pourcentage de l'univers restreint et la présence d'analystes ESG dans l'équipe de gestion. » Investisseur institutionnel

« C'est le gérant qui doit faire de l'ESG, pas un analyste au bout du couloir. La stratégie ESG doit être diffusée à tous les niveaux de la chaîne de valeur de l'investissement. » Investisseur institutionnel

Les ressources allouées à la recherche ESG sont également valorisées. L'existence d'une recherche ESG propriétaire est, par exemple, bien valorisée par les investisseurs ou distributeurs. Cette recherche peut avoir plusieurs fonctions :

- compléter les analyses ESG achetées aux agences de notation ou les combiner entre elles lorsque plusieurs sources d'information sont exploitées ;
- former les collaborateurs aux sujets ESG, en particulier les gérants ;
- étudier les controverses ;
- établir et déployer la politique d'engagement avec les émetteurs.

« Certaines sociétés de gestion ont un analyste ESG mais qui ne fait pas sa propre recherche. Dans ce cas, l'ESG est principalement un effort de reporting. » Sélectionneur de fonds

« Lors du questionnaire que nous envoyons aux sociétés de gestion, nous accordons une importance particulière à la qualité de la recherche ESG. » Sélectionneur de fonds

Pourcentage d'actifs couverts par la pratique d'intégration ESG

Le pourcentage d'actifs sous gestion couverts avec la pratique d'intégration ESG donne une indication importante des ambitions ESG du partenaire de gestion potentiel. Selon les investisseurs, 80% de taux de couverture minimum représente une meilleure pratique sur le marché.

« Nous envoyons un questionnaire aux sociétés de gestion sur leurs encours sous considération ESG, sur le nombre d'analystes dédiés à l'ESG. Nous

vérifions également que leur liste d'exclusion ne soit pas famélique. » Sélectionneur de fonds

« Une société de gestion sérieuse sur l'intégration ESG se doit de présenter un taux de couverture de 100% sur des fonds actifs. » Investisseur institutionnel

Enfin, les relations avec les partenaires de gestion autour de l'intégration ESG revêtent des nuances différentes selon le mode de gestion.

Plusieurs modes de gestion coexistent dans le monde institutionnel. Nous nous concentrerons dans cette section sur les actifs délégués à des sociétés de gestion, sous format dédié ou collectif. Les méthodologies d'analyse ESG sont parfois différentes selon le format. Les analyses sur les véhicules dédiés sont généralement plus approfondies.

c. L'intégration ESG dans les différents modes de gestion

93% du panel affirment effectuer une due diligence ESG lors de la sélection de partenaires de gestion, tant en format dédié qu'en format collectif. La majorité des analyses se concentre au niveau des politiques et procédures ESG mises en place par la société de gestion. Certains investisseurs (43% du panel) vérifient l'application efficace de ces procédures à travers une analyse ligne-à-ligne.

Figure 11 - Méthodes d'analyse ESG lors de la sélection de fonds

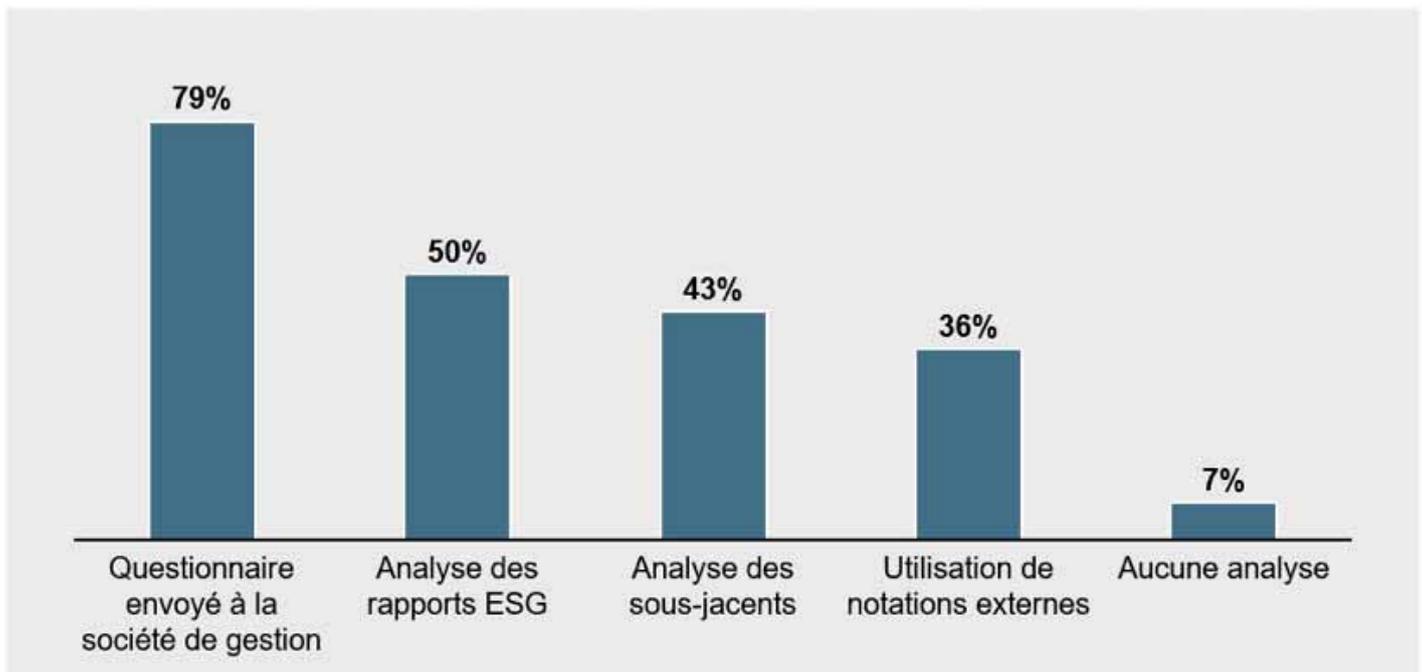
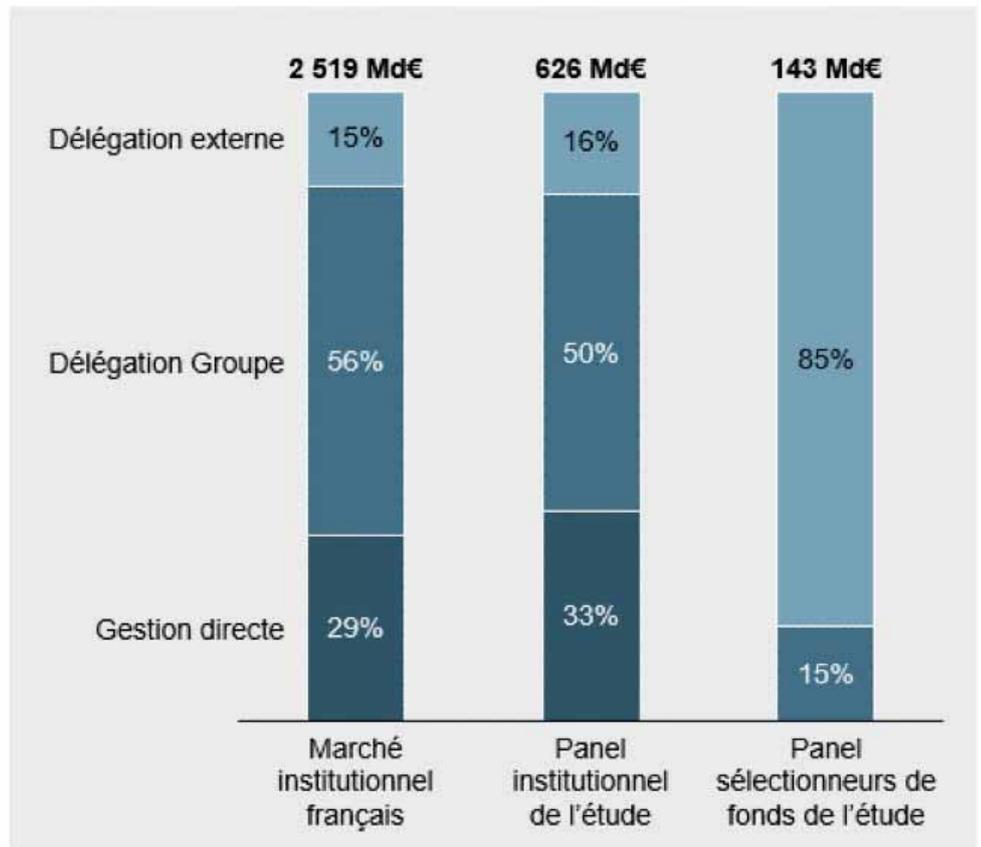


Figure 12 - Répartition des encours par modes de délégation



L'intégration ESG dans la gestion déléguée à une société de gestion affiliée

La gestion déléguée à une société de gestion affiliée représente 56% du marché institutionnel français et 50% du panel d'institutions interrogées. Dans cette situation, l'intégration ESG est en général facilitée par l'influence qu'exerce l'institution sur la société de gestion, bien que cela ne soit pas sans friction parfois. En effet, la société de gestion peut revendiquer une certaine autonomie dans sa politique ESG pour pouvoir satisfaire des clients externes. Disposant souvent de plus de ressources que l'institution mère sur les sujets ESG, il n'est pas rare que la société de gestion impose ses vues sur la méthodologie d'intégration ESG à sa maison mère.

« Notre processus d'analyse ESG se fonde essentiellement sur l'analyse extra-financière de notre société de gestion maison. Nous ne voyons pas particulièrement d'inconvénient à cette situation. »
Investisseur institutionnel

« Notre intégration ESG est fondée sur l'analyse fondamentale de notre société de gestion affiliée, nous n'avons pas vraiment le choix. Une note est attribuée à chaque émetteur. L'analyse est composée d'un volet quantitatif ainsi que d'une vision plus qualitative sur les produits et les perspectives d'évolution de l'émetteur. »
Investisseur institutionnel

L'intégration ESG et la gestion déléguée en format dédié

La délégation de gestion externe en format dédié (fonds dédiés ou mandats) est le moyen le plus simple pour les institutionnels les plus engagés de faire respecter leur politique ESG. C'est le cas notamment pour la grande majorité des actifs des établissements publics de notre panel. Il apparaît moins aisé pour les plus petits investisseurs d'imposer leur approche à leurs partenaires de gestion.

« Le format de fonds dédié ou de mandat nous permet de requérir une application plus fine de notre politique d'investissement responsable. Nous intégrons ces critères dans nos appels d'offres et nous pouvons ainsi contrôler que l'ESG est bien pris en compte. » Investisseur institutionnel

« Nous déléguons la totalité de notre gestion au travers d'appels d'offres : cela nous permet d'analyser en détail les pratiques ESG des sociétés de gestion avec lesquelles nous envisageons de travailler. » Investisseur institutionnel

Mais dans certains cas, la société de gestion peut se montrer réticente à appliquer telle quelle une politique ESG en décalage avec ses pratiques habituelles.

« En toute transparence, il est de plus en plus difficile d'imposer notre propre démarche d'intégration aux sociétés de gestion mandataires car elles ont désormais toutes développé leur propre approche, pas forcément en accord avec la nôtre. C'est dommage car une approche ESG devrait être avant tout le reflet des valeurs de l'institutionnel et pas le contraire ! » Investisseur institutionnel

L'intégration ESG en investissement dans des fonds collectifs

La délégation de gestion en format collectif est privilégiée par les sélectionneurs de fonds. Elle représente également la moitié de la délégation de gestion institutionnelle en France.

Les sélectionneurs de fonds et investisseurs ont dans ce cas relativement peu d'influence sur les sociétés de gestion. Deux options s'ouvrent alors à eux. Certains choisissent d'exclure ces actifs de toute démarche ESG ou appliquent une analyse a minima.

« Nous avons commencé par appliquer nos politiques d'exclusions et d'intégration ESG sur nos investissements en direct ou en fonds dédiés. Pour le moment, nous n'effectuons qu'une analyse

a minima des fonds collectifs, nous leur demandons uniquement s'ils prennent en compte les enjeux ESG. » Investisseur institutionnel

« Pour les premières éditions de nos rapports Article 173, nous n'avons pas couvert les investissements en fonds collectifs. Cela sera sûrement amené à évoluer, mais nous préférons nous focaliser sur la partie du portefeuille que nous maîtrisons. » Investisseur institutionnel

« Il est plus facile pour nous de requérir certains processus ESG (exclusions, filtre best-in-class etc.) sur un format de fonds dédiés que de fonds collectifs. Toutefois, notre objectif est de maintenir nos exigences ESG à travers l'ensemble de nos investissements. » Investisseur institutionnel

D'autres maintiennent ces actifs au sein de leur démarche ESG : ils prennent alors un soin particulier à analyser les pratiques de la société de gestion lors de due diligences. Ces analyses peuvent prendre plusieurs formes.

Il s'agit avant tout de mesurer le « sérieux » de la politique ESG de la société de gestion, plutôt que de rechercher à tout prix une harmonisation parfaite avec la politique de l'institution ou du sélectionneur de fonds.

« Il est parfois difficile de juger du sérieux de la démarche ESG des sociétés de gestion. C'est pourquoi nous accordons une importance particulière à l'allocation de ressources à l'analyse ou à la recherche ESG. Nous tentons également de comprendre le cheminement d'une analyse ESG jusqu'à la décision d'investissement. » Sélectionneur de fonds

« Nous analysons les stratégies ESG des sociétés de gestion à trois niveaux : 1) la formalisation de leur stratégie (rapport ESG, charte, politique de vote), 2) les politiques mises en place (gestion de controverses, exclusions sectorielles), et 3) les capacités et ressources allouées à l'ESG (pourcentage des encours gérés sous considération

ESG, utilisation de ressources internes ou externes). » Sélectionneur de fonds

Certains considèrent qu'il est important d'analyser non seulement la politique de la société de gestion et du fonds, mais aussi la composition du portefeuille ligne à ligne afin de valider que l'approche ESG mise ou pas en avant correspond bien à leurs attentes.

« Nous utilisons MSCI pour noter le fonds et réalisons une transparence totale du fonds selon les 3 piliers E, S et G. Cette analyse post-trade est un outil important utilisé dans le dialogue qui s'ouvre avec le gérant. » Sélectionneur de fonds

L'intérêt de cette transparence ne fait pas pour autant l'unanimité chez les sélectionneurs de fonds.

« Nous n'analysons pas les portefeuilles en ligne-à-ligne car nous ne souhaitons pas sélectionner des fonds qui seraient bien notés 'par hasard'. Nous nous basons uniquement sur les principes d'investissement du fonds et les politiques mises en place au niveau de la société de gestion. » Sélectionneur de fonds

d. La confiance des investisseurs envers les sociétés de gestion sélectionnées

La volonté de ne pas interférer avec la gestion discrétionnaire ainsi que la valorisation des diversités de stratégies d'intégration conduisent les investisseurs à accorder leur confiance aux gérants dans la mise en pratique des procédures ESG présentées lors des due diligences.

Un suivi annuel, accompagné d'un échange sur des émetteurs éventuellement controversés, vient parapher la pratique d'intégration ESG dans la gestion déléguée.

« Il n'y a pas une bonne méthodologie ESG et c'est tant mieux. Nous voulons simplement être rassurés par le sérieux de la démarche. On sélectionne un processus, on réalise une due diligence sur site et, si on est convaincu, nous accordons notre confiance sur le long terme. » Investisseur institutionnel

Un seul investisseur du panel impose une méthodologie d'intégration ESG à ses partenaires de gestion.

CONCLUSION

Les investisseurs évoluent aujourd'hui dans un contexte marqué par une pression réglementaire croissante combinée à un changement sociétal profond. Ils sont de plus en plus nombreux à prendre en compte les considérations ESG dans la gestion de leurs investissements.

L'observation des pratiques ESG suivies par les investisseurs montre que celles-ci se renouvellent à un rythme rapide en Europe, et en particulier en France. La majorité des investisseurs perçoit l'ESG comme un outil renforçant la gestion des risques contribuant par là-même à une meilleure performance financière à long terme. Ils mesurent pleinement les limites des méthodologies d'intégration ESG, affirment être en quête de plus de transparence et de lisibilité et affirment placer au cœur de leurs préoccupations la matérialité financière des critères ESG. La prochaine étape dans cette évolution est sans nul doute la combinaison des pratiques d'intégration ESG avec les analyses d'impact, en utilisant le cadre des Objectifs de Développement Durable comme référentiel.

Les investisseurs portent une attention croissante à l'application de leur politique ESG dans les investissements délégués, sans être pour autant prescripteurs sur les méthodologies employées. La cohérence de l'approche ESG, la qualité du reporting et la finesse des analyses mises à disposition constituent désormais autant de critères de sélection de leurs partenaires de gestion.

Enfin, la capacité des sociétés de gestion à innover et accompagner les investisseurs dans la conception, l'implémentation et le suivi de leur politique ESG constitue un élément essentiel de différenciation.

ANNEXE 1 : Panel de l'étude

INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	SÉLECTIONNEURS DE FONDS	CONSULTANTS EN INVESTISSEMENT
AG2R La Mondiale	Allianz IM	Altis
Agrica	Architas	Complementa
BNP Paribas Cardif	Aviva France	Mercer
CA Assurances	Coutts Private Bank	PPC Metrics
Ircantec	FundQuest Advisor	Redington
ERAFP	Lyxor AM	
Fondation du Louvre		
FRR		
Natixis Assurances		
UMR		

ANNEXE 2 : L'intégration ESG dans les classes d'actifs non cotés (immobilier, infrastructures et capital investissement). Les investisseurs ont en général une perception positive de l'intégration ESG dans les classes d'actifs non cotés qui représentent un terrain de jeu favorable pour la prise en compte de ces considérations.

IMMOBILIER

L'immobilier est une classe d'actifs historiquement très représentée dans les portefeuilles institutionnels : près de 5,6% des actifs français y sont investis (5,4% sur notre panel). La plupart des investisseurs considèrent que la gestion de ces portefeuilles intègre naturellement les critères ESG, par nécessité réglementaire et par intérêt, les immeubles rénovés étant mieux valorisés.

« Nos immeubles doivent tous faire des diagnostics de performance énergétique. Il y a donc un terrain de jeu a priori favorable pour analyser les sujets environnementaux sur cette classe d'actifs. »
Investisseur institutionnel

Les politiques ESG s'intéressent en premier lieu au climat : consommations énergétiques, bilan

carbone, etc. ainsi qu'aux labels des immeubles (HQE). Plus récemment, des investisseurs ont élargi leurs champs d'analyse à d'autres sujets, notamment sociaux ou sociétaux (accessibilité de l'immeuble, relations avec les locataires, etc.) Un véritable questionnaire ESG de plusieurs dizaines voire centaines de question est renseigné par immeuble, en utilisant des standards internationaux (exemple du GRESB), afin d'évaluer la « performance ESG » d'un actif et d'un portefeuille et ses marges de progrès. Cette classe d'actifs pourrait donc arriver à maturité en termes d'intégration ESG et rejoindre les pratiques observées sur les marchés cotés : définition d'un score ESG et de règles de gestion explicites et systématiques.

INFRASTRUCTURES

Cette classe d'actifs est plus récente dans les portefeuilles institutionnels. Ces derniers y investissent le plus souvent par le biais de fonds collectifs et plus rarement en direct. Ces actifs représentent moins de 1% du marché institutionnel français.

A l'instar de l'immobilier, les investissements en infrastructures sont considérés comme naturellement compatibles avec une politique ESG :

- les investissements en projets d'énergies renouvelables sont considérés comme ayant un impact positif sur l'environnement ;
- le succès des projets d'infrastructures, notamment greenfield repose en grande partie sur l'acceptation des populations locales autour de l'infrastructure : les promoteurs de ces projets sont donc naturellement incités à intégrer leurs préoccupations très en amont ;
- les réglementations sont particulièrement exigeantes sur les sujets sociaux et environnementaux, en particulier dans les

pays développés. Les projets dans les pays émergents sont également soumis à la pression de certains financeurs supranationaux pour minimiser les externalités négatives.

« Notre portefeuille de projets d'infrastructures aborde tout naturellement les sujets extra-financiers, en particulier les sujets climatiques. Nous sommes notamment investis dans les énergies renouvelables par exemple. »
Investisseur institutionnel

Le degré d'exigence des institutionnels sur les pratiques d'intégration ESG en infrastructures est paradoxalement parfois assez faible, les investisseurs se contentant de professions de foi générales de respecter la réglementation exigeante sur ces sujets. Il est toutefois important de noter que ce degré d'exigence monte rapidement et que la plupart des investisseurs demandent désormais des preuves de la bonne intégration des critères ESG. Il n'est désormais plus possible de lever un fonds d'infrastructures sans recevoir de questionnaires détaillés de due diligence sur les sujets ESG, voire des side letters exigeants des reportings annuels détaillés sur ces sujets.

CAPITAL INVESTISSEMENT

La classe d'actifs private equity partait d'un a priori beaucoup moins favorable aux yeux des investisseurs, mais ce regard a énormément changé depuis quelques années grâce aux efforts des sociétés de gestion françaises et européennes. Elles ont réussi à démontrer à leurs investisseurs qu'en plus de la forte performance financière, elles offrent un terrain de jeu inégalé pour les pratiques ESG :

- les sociétés de gestion ont le temps et les moyens d'analyser les opérations avant d'investir, dans le cadre des processus de due diligence ;
- ces investisseurs restent plusieurs années au capital et se donnent les moyens d'influencer leur direction générale : la pratique d'engagement est généralisée en private equity ;
- les cibles sont en général des entreprises en croissance, voire des start-ups pour le venture capital et créent ainsi naturellement des emplois.

« L'intégration des critères ESG en non coté est plutôt plus avancée. Les sociétés de gestion font le suivi régulier de leurs investissements au regard des critères ESG. Comme l'analyse s'applique à des petites entreprises, l'impact est plus concret (e.g. le nombre de créations d'emploi). » Investisseur institutionnel

Les attentes des institutionnels et des distributeurs vis-à-vis des pratiques ESG des sociétés de gestion spécialisées en private equity sont donc de deux types :

- valider que la société de gestion adopte les meilleures pratiques d'intégration ESG : charte ESG, adhésion aux PRI, due diligences ESG, dialogue avec les participations, reporting, etc. Des questionnaires de due diligences sont envoyés aux sociétés de gestion en levée de fonds et sont particulièrement exigeants et précis. Il est impossible de lever un fonds de private equity sans montrer patte blanche sur l'intégration ESG ;
- remonter des preuves de l'impact sociétal positif : des questionnaires sont envoyés annuellement aux sociétés de gestion pour collecter des indicateurs liés aux externalités positives (création d'emplois par exemple, croissance des entreprises, etc.) ou à la limitation des externalités négatives (exemple de l'empreinte carbone).

Par Agnès Lossi et Emmanuel Parmentier
Directeurs associés d'INDEFI

L'intégration ESG est une des pratiques centrales des politiques d'investissement responsable. Elle reflète la motivation des investisseurs d'enrichir leurs analyses de risque tout en évitant d'être exposés aux entreprises les « moins-disantes » sur les critères ESG.

L'intégration ESG consiste à exploiter de manière systématique des informations extra-financières au travers de règles de gestion explicites. L'exploitation des données prend le plus souvent la forme d'un score calculé sur une multitude de critères. Ces pratiques s'intègrent parfaitement dans le cadre actuel de transition des portefeuilles ESG, initialement satellites, vers le cœur des investissements.

Plébiscitée par les investisseurs français, la méthodologie *best-in-class* est une des manières d'intégrer l'ESG dans les investissements. Au niveau européen, l'intégration ESG est abordée de façon très diverse par les investisseurs, que ce soit sur la méthodologie de calcul du score ou son utilisation dans le processus d'investissement.

Spontanément satisfaits des pratiques d'intégration ESG, les investisseurs ont également conscience de certaines de leurs limites :

- certains sont perplexes face à ce qu'ils qualifient de boîte noire ;
- d'autres critiquent l'inflation des données qui peut occulter les enjeux les plus matériels ;
- enfin certains regrettent que l'utilisation de scores ne facilite pas l'appropriation des sujets ESG par le gérant (qui peut se reposer sur un score calculé par une équipe d'analystes dédiée voire externe).

On assiste ainsi à un renouvellement des approches d'intégration ESG :

- les controverses ou les progrès récents des entreprises sont de plus en plus fréquemment intégrés aux analyses afin d'en renforcer la dimension prospective ;
- certains gérants exploitent les sous-composantes E, S ou G du score, voire des indicateurs bruts (ex : l'empreinte carbone) ;
- l'attention se porte aussi sur la matérialité financière qui revient à privilégier les indicateurs ESG qui impacteraient la valorisation d'un titre.

Les investisseurs doivent également faire face à une multiplicité de pratiques d'intégration ESG de leurs prestataires de gestion. Cette diversité ne dérange pas les investisseurs, qui l'acceptent voire l'encouragent. En contrepartie, au-delà des attentes naturelles en matière de performance financière, ils sont de plus en plus exigeants vis-à-vis des sociétés de gestion sur la cohérence et la robustesse de leur approche ESG, les ressources et moyens qui y sont alloués et le périmètre qu'elle recouvre. La qualité du reporting et les services d'accompagnement apportés par les prestataires sont aussi essentiels pour que les investisseurs puissent comprendre comment est déclinée l'intégration ESG et l'expliquer à leurs propres parties prenantes, qu'il s'agisse de leurs instances de gouvernance ou des bénéficiaires et clients.

Enfin, le principal enjeu de l'investissement responsable demeure la combinaison de l'intégration ESG avec l'ensemble des pratiques à disposition des investisseurs. Dans cette perspective, la notion d'impact est aujourd'hui au centre de l'attention des investisseurs, institutionnels ou particuliers, et représente la « nouvelle frontière » des approches ESG.

04

ESG : INNOVATION ET MATÉRIALITÉ FINANCIÈRE

Par **Valérie Baudson**,
Directeur Général

QUELLE EST L'AMPLEUR DU MARCHÉ DE L'ISR AUJOURD'HUI ?

Les stratégies tenant compte des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) attirent de plus en plus d'attention et d'actifs. En se basant sur le plus large éventail de définitions relatives à l'ESG, en 2016 le montant des encours sous gestion a atteint 23 000 milliards de dollars selon les dernières enquêtes publiques disponibles, soit environ un quart des actifs liquides mondiaux, avec une croissance de 25 % en 2 ans, et la tendance va probablement gagner du terrain à l'avenir.

Les PRI (Principes pour l'Investissement Responsable) ont désormais rallié plus de 1 700 membres représentant 70 000 milliards d'USD issus d'investisseurs engagés envers l'intégration de l'investissement responsable sur l'ensemble des classes d'actifs. Ces investisseurs sont de plus en plus nombreux à adopter progressivement les Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies tant comme cadre d'investissement que de reporting.

Si l'Europe mène la marche depuis des années, les principaux acteurs mondiaux sont en train de déployer d'importantes ressources afin de combler rapidement leur retard, traçant la voie d'une féroce concurrence, tandis que les plus gros investisseurs font leur entrée sur le terrain comme GPIF au Japon et ses 1 500 milliards d'USD d'actifs.

QUELLES SONT LES DERNIÈRES TENDANCES QUE VOUS AVEZ OBSERVÉES DANS CE MONDE EN PERPÉTUELLE MUTATION QUE CONSTITUE L'INVESTISSEMENT ESG ?

Cet intérêt grandissant se manifeste alors que l'investissement ESG se répand progressivement. Il a largement dépassé ses origines, lorsqu'il consistait essentiellement à éviter les « titres du péché » pour des conceptions morales. L'investissement ESG englobe désormais une large palette d'approches et représente la diversité des opinions des clients. Les stratégies basées sur les valeurs (via des exclusions)

demeurent largement employées, mais nous observons que de plus en plus d'investisseurs tendent clairement à s'écarter des sélections négatives, privilégiant des méthodes de gestion du risque ou l'investissement d'impact.

Les gérants d'actifs sont mis au défi d'offrir une gamme plus large et sophistiquée de stratégies ESG mieux adaptée aux attentes des clients afin d'améliorer ou de maintenir le profil risque/rendement de leurs investissements dans le cadre de leur responsabilité fiduciaire.

L'accent est mis sur l'identification des sociétés présentant certains attributs de qualité, qu'il s'agisse de critères d'ordre environnemental, social ou de gouvernance qui influenceront positivement sur leur future valeur financière.

Dans ce contexte, l'investissement ESG évolue vers des approches plus quantitatives et basées sur les données à mesure que la disponibilité et la qualité des métriques ESG augmentent.

POURQUOI NOUS TROUVONS-NOUS AUJOURD'HUI À UN TOURNANT ?

Le monde de l'investissement est en train de changer. Notre économie a historiquement fonctionné selon un modèle qui n'est pas durable et les investisseurs sont actuellement confrontés à une tâche inédite : statuer sur le mode de gestion de leurs portefeuilles face à un environnement mondial de plus en plus complexe et mouvant. Des questions environnementales, telles que

le changement climatique ou l'épuisement des ressources naturelles, à la montée du populisme, aux ruptures technologiques et aux inégalités, la nécessité de gérer les risques ESG n'a jamais été aussi grande. Ces mégatendances mondiales auront un effet transformateur sur nos économies et incitent les investisseurs à rechercher de nouvelles solutions ESG plus sophistiquées et la plupart du temps plus orientées vers la gestion du risque.

LES PERFORMANCES CONSTITUENT-ELLES TOUJOURS UNE CONTRAINTE VIS-À-VIS DE L'ADOPTION À GRANDE ÉCHELLE DE L'ESG ?

Le débat sur les performances est quasi clos. Depuis des années, il était question de savoir si les investisseurs devaient choisir entre performance financière et performance extra-financière. Aujourd'hui, le consensus répond majoritairement que non.

À l'instar de la plupart des investisseurs, nous pensons qu'il est faisable de créer des portefeuilles ESG qui ne compromettent pas les objectifs de performance et peuvent même améliorer les rendements ajustés du risque.

SI LES PERFORMANCES NE POSENT PLUS PROBLÈME, LES DONNÉES ESG SONT-ELLES AUJOURD'HUI SUFFISAMMENT BONNES POUR DÉVELOPPER DES SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT PERTINENTES ?



La disponibilité et la qualité des données se sont significativement améliorées. Les facteurs ESG ne sont plus considérés comme une mesure floue du comportement sociétal d'une entreprise, mais de plus en plus comme des informations complémentaires aux ratios financiers classiques et qui permettent d'affiner la sélection des entreprises. Les stratégies de gestion du risque basées sur les critères ESG reposent grandement sur les données pour prendre des décisions éclairées.

C'est pourquoi nous devons collectivement continuer à impulser une plus grande transparence de la part des entreprises, ce qui améliorera, in fine, la qualité des données, par exemple grâce à des initiatives collectives d'investisseurs. Il s'agit d'un cercle vertueux où la publication par les entreprises de données ESG de plus en plus pertinentes attise l'intérêt des investisseurs qui commencent à les utiliser, ce qui pousse ensuite les fournisseurs de données extra-financières à réaliser des investissements pour encore améliorer les données et leur couverture.

AU-DELÀ DES DÉBATS SUR LES PERFORMANCES OU LES DONNÉES, NE SEMBLE-T-IL PAS Y AVOIR UN INTÉRÊT CROISSANT DE LA PART DES INVESTISSEURS PARTICULIERS ?

Cela est tout à fait vrai, la prise de conscience mondiale à l'égard des problématiques ESG n'a jamais été aussi grande. Les particuliers et la génération Y en premier lieu, souhaitent investir conformément à leur style de vie. Le changement climatique et la destruction de la Planète constituent le plus grave problème mondial pour 49 % de la génération Y, devant des sujets comme les guerres ou les inégalités, et ceci tous pays confondus.

Ceux qui s'efforcent de ne pas gaspiller l'eau et l'énergie à la maison souhaitent de plus en plus aligner leurs investissements avec

leurs convictions et ne pas investir dans des sociétés qui gaspilleraient les ressources. Des consommateurs qui boycottent certains produits au supermarché ne vont probablement pas valider la présence dans leur portefeuille de fabricants qui y sont associés.

De leur côté, les investisseurs institutionnels doivent élargir la définition de leur obligation fiduciaire, en envisageant leur responsabilité sur une plus longue période grâce à une connaissance grandissante des effets négatifs du court terme. Le discours de Mark Carney sur le changement climatique en septembre 2015 en constitue un exemple frappant.

COMMENT UN GÉRANT D'ACTIFS PEUT-IL JOUER SON RÔLE ?

Nous devons nous montrer pragmatiques et nous efforcer d'offrir une gamme de solutions ESG pour permettre à nos clients, particuliers ou institutionnels, d'intégrer au mieux les facteurs ESG, parallèlement à leurs objectifs financiers.

Aujourd'hui, l'ESG constitue un impératif commercial. La prise en compte des facteurs ESG revient tout simplement à mieux gérer les risques. L'ancien vice-président des États-Unis Al Gore, co-fondateur d'une société de gestion spécialisée dans l'investissement responsable, l'a clairement exprimé : « le développement durable est la plus grande opportunité d'investissement de l'Histoire, l'investissement responsable est de la même ampleur que la révolution industrielle mais avec la rapidité de la révolution numérique ».

POURRIEZ-VOUS CITER UN EXEMPLE DE NOUVEAU DÉVELOPPEMENT ESG SIGNIFICATIF ?

Nous avons récemment conçu une approche ESG innovante basée sur les risques que nous déployons progressivement à travers plusieurs

solutions d'investissement aussi bien en actions qu'en obligations, pour des fonds existants ou de nouveaux produits, qui représentent un important encours sous gestion. Nous avons co-développé la première version de cette approche avec l'Ircantec, l'un des investisseurs institutionnels les plus avancés et reconnus en matière d'investissement responsable. Cette approche va plus loin que les stratégies ESG classiques en identifiant les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance les plus pertinents financièrement par le biais d'un solide processus quantitatif systématique.

L'utilisation de ces critères vient compléter le score ESG global des entreprises qui, étant un score moyen, ne permet pas d'identifier des informations granulaires plus précieuses.

Nos recherches prouvent qu'en procédant ainsi nous pouvons concevoir des univers d'investissement ESG aux profils risque/rendement attractifs.

LE CLIMAT FIGURE EN PREMIÈRE LIGNE DES PROGRAMMES DES INVESTISSEURS. COMMENT ABORDEZ-VOUS CETTE QUESTION EN TERMES D'INVESTISSEMENT ?

Absolument, le climat est, aujourd'hui, la plus évidente préoccupation ESG pour les investisseurs. Selon le Forum Économique Mondial, il s'agit à la fois du risque le plus probable et le plus impactant auquel les investisseurs reconnaissent avoir à faire face. Amundi est reconnu comme l'un des principaux acteurs du secteur de la finance climatique, grâce à sa capacité d'innovation et à d'importants développements comme la co-conception d'indices à faibles émissions de carbone ou la récente opération menée avec l'IFC sur le plus gros fonds d'obligations vertes.

CPR AM, filiale du groupe Amundi, va prochainement lancer un nouveau fonds visant à

aider les investisseurs à lutter contre les risques liés au changement climatique en collaboration avec le CDP, principal fournisseur de données climatiques, qui s'appuie sur le soutien de 650 investisseurs représentant 87 000 milliards d'USD d'actifs. Les entreprises qui comprennent qu'elles doivent tenir compte d'un coût du carbone pertinent dans leurs décisions stratégiques ont une longueur d'avance.

Afin d'identifier ces sociétés, le fonds s'appuiera sur les données du CDP qui vont plus loin que les classiques intensités carbone en intégrant notamment des informations prospectives. Il s'appuiera également sur des informations portant sur des scénarios climatiques afin de garantir que les objectifs de réduction d'émissions de carbone des entreprises respectent ce qui, selon les scientifiques, est nécessaire pour limiter le réchauffement à moins de 2°C. La prise en compte de ce type d'information permettra de réduire les risques auxquels ces entreprises seront confrontées lorsque des réglementations plus strictes et des taxations carbone seront appliquées.

PARMI LE LARGE ÉVENTAIL D'APPROCHES ESG, L'INVESTISSEMENT D'IMPACT SEMBLE FORTEMENT GAGNER DU TERRAIN. QU'EN PENSEZ-VOUS ?

La société civile appelle le secteur financier à améliorer sa transparence globale et l'investissement ESG se trouve légitimement au premier plan de ces attentes. Il n'est alors pas surprenant que la stratégie ESG qui connaît la plus forte progression soit la stratégie dite d'investissement d'impact.

L'investissement d'impact désigne les investissements réalisés en vue de générer un impact social ou environnemental positif et mesurable en plus d'un rendement financier. Cette dynamique est soutenue par le cadre de plus en plus reconnu des Objectifs de Développement



Défi environnemental : maintenir le réchauffement climatique sous la limite de 2°C

dans un contexte d'augmentation de la population mondiale, d'urbanisation rapide et de développement économique



Produire des énergies propres



Renouveler les ressources naturelles



Nourrir la planète durablement



Bâtir des villes intelligentes

Source : CPR AM

Durable (ODD) des Nations Unies auquel les investisseurs se réfèrent collectivement.

Ces ODD répondent à diverses problématiques mondiales telles que l'atténuation du changement climatique ou la lutte contre la faim et pour une meilleure éducation. Ces objectifs se sont avérés constituer un cadre pratique pour définir l'impact qu'un investisseur souhaite atteindre mais aussi pour développer des mesures de reporting supplémentaires dont les investisseurs peuvent bénéficier pour disposer d'une meilleure transparence au sujet des sociétés dans lesquelles ils investissent. Par leur nature même, les fonds thématiques se trouvent clairement en première ligne de ces développements et intégreront progressivement des données d'impact.



05

ESG, UNE APPROCHE INNOVANTE INTÉGRANT LES RISQUES

Par Arnaud Faller,
Directeur Général Délégué
en charge des investissements

« NOTRE APPROCHE PAR LES RISQUES CONSISTE À MIEUX PRENDRE EN COMPTE LES FACTEURS DE RISQUE ESG DANS NOS GESTIONS ».

Exclure les très mauvaises pratiques plutôt que surpondérer les très bonnes, s'appuyer sur des sous-critères environnementaux, sociaux et de gouvernance précis et non pas uniquement sur une note globale... Arnaud Faller, directeur général délégué en charge des investissements chez CPR Asset Management, détaille la méthodologie retenue par l'établissement en matière d'investissement responsable tant sur les actions que sur le crédit.

QUELLE DÉMARCHÉ SUIVEZ-VOUS POUR PRENDRE EN COMPTE LES CRITÈRES ESG ?

Nous avons fait évoluer la méthodologie pour l'ensemble de nos gestions, actions et crédit, il y a environ un an et demi. Notre philosophie repose désormais sur une approche par les risques.

Cette nouvelle approche reflète notre volonté de faire converger les approches financière et extra-financière, qui sont complémentaires. Il ne faut donc pas les penser comme deux silos qui s'opposent et ne dialoguent pas.

POUVEZ-VOUS NOUS EXPLIQUER, DE MANIÈRE PLUS DÉTAILLÉE, SUR QUELLES BASES REPOSE CETTE APPROCHE PAR LES RISQUES ?

Nous partons en premier lieu du principe selon lequel la création de valeur financière découle davantage de l'exclusion des très mauvaises pratiques que de la sélection des très bonnes. Le but n'est pas tant de générer une forte surperformance mais plutôt d'exclure les valeurs à risque non détectées par l'analyse financière - le risque extra-financier étant totalement indépendant du risque financier-, et qui sont de ce fait susceptibles de pénaliser les portefeuilles.

En parallèle, nous estimons qu'il ne faut pas analyser les sociétés en se basant uniquement

sur leur note ESG moyenne. Le fait de compenser les sous-critères entre eux entraîne en effet une déperdition d'informations, les éléments positifs masquant les signaux négatifs. D'ailleurs, le fait de prendre nos décisions d'exclusion sur des critères bien précis permet de les rendre plus objectives et garantit leur « traçabilité » auprès des investisseurs. Ceci est particulièrement apprécié dans le cadre de l'épargne salariale notamment.

VOUS ATTACHEZ UNE IMPORTANCE PARTICULIÈRE À LA GOUVERNANCE...

Nous considérons effectivement que, parmi les trois piliers ESG, c'est la gouvernance qui a la plus forte matérialité financière (c'est-à-dire la plus forte plus-value de l'univers filtré mesurée selon le ratio d'information). Il est par exemple indispensable d'avoir des contre-pouvoirs dans l'entreprise. De même, le conseil d'administration doit impérativement être indépendant et ne pas être une simple chambre d'enregistrement.

COMMENT S'ARTICULE VOTRE PROCESSUS DE NOTATION DES ENTREPRISES ?

Les données sur lesquelles s'appuie la notation proviennent de l'équipe extra-financière de notre maison mère Amundi. Les 12 analystes qui la composent couvrent 5 500 valeurs. La base de données est également alimentée par huit contributeurs externes indépendants.

Chaque entreprise se voit attribuer une note globale comprise entre A, décernée aux meilleures pratiques en matière environnementale, sociale et de gouvernance, et G, qui sanctionne les pratiques condamnables. Sont exclues d'office les sociétés notées G, ce qui correspond à la politique d'exclusion normative du groupe Amundi et concerne par exemple la fabrication et le commerce de mines antipersonnel. Nous procédons ensuite à une analyse sur la base de sous-critères. Au total, sur quinze critères communs à toutes les industries (gestion de l'eau et des déchets, santé et sécurité, relations avec les syndicats, les clients et les fournisseurs,

audit et contrôle, structure du conseil d'administration, etc),

nous retenons les cinq sous-critères qui nous semblent les plus pertinents pour chaque zone géographique

Nous avons une vision dynamique de l'analyse ESG. Les sous-critères de notation sont par conséquent revus annuellement et

l'analyse des sociétés est actualisée chaque mois. De

fait, certains mauvais élèves subissent de grosses pressions

pour améliorer leur engagement en

matière d'ESG. À l'inverse, certaines entreprises bien notées à un instant t mais qui se reposent sur leurs acquis peuvent être amenées à être exclues de leur univers.

CETTE APPROCHE EST-ELLE PERTINENTE EN TERMES DE CRÉATION DE VALEUR ?

L'univers filtré selon les critères ESG affiche une légère surperformance (nette de frais) par rapport aux indices classiques, dont l'ampleur



varie d'une zone géographique à l'autre. Au final, le couple rendement/risque de cet univers filtré est assez proche de celui des grands indices. En réalité, l'approche par les risques joue avant tout le rôle de filtre anti-stress, permettant de mieux anticiper les max drawdown pour les portefeuilles actions et de limiter les accidents de crédit spécifiques pour la gestion obligataire.

Ceci est d'autant plus important dans le contexte actuel sur le crédit, les espérances de gain étant limitées alors que les risques de perte sont relativement importants.



HOW GREEN IS
YOUR BUSINESS ?

06

ESG : CRÉER UNE NOUVELLE NORME POUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION D'ACTIFS

Par **Tegwen Le Berthe**,
Spécialiste produits, Responsable du Développement ESG
et par **Catherine Crozat**,
Analyste Recherche Quantitative

LA NOUVELLE APPROCHE DE L'INVESTISSEMENT ESG PAR CPR ASSET MANAGEMENT VISE AVANT TOUT À CRÉER LES MEILLEURES CONDITIONS POSSIBLES POUR METTRE EN ŒUVRE DES STRATÉGIES DE GESTION ACTIVE EFFICACES.

Contrairement aux approches fondées sur des considérations éthiques, comme l'interdiction des investissements dans certain(e)s entreprises ou secteurs (tabac, alcool ou armes à feu par exemple), l'investissement ESG part du principe que les décisions d'investissement doivent incorporer une analyse des facteurs extra-financiers afin d'identifier les entreprises qui seront les plus performantes.

Les stratégies ESG n'interdisent pas d'investissements spécifiques mais attribuent des notes aux entreprises au regard des facteurs ESG, dans tous les secteurs. L'accent est alors mis sur l'identification d'entreprises présentant certaines caractéristiques (liées aux pratiques ou procédures environnementales, sociales ou de gouvernance) à même d'avoir un impact positif sur la future valeur boursière de l'entreprise.

L'engouement des investisseurs intervient au moment où la gestion ESG connaît des transformations profondes. La tendance, auparavant à l'exclusion pure de certaines entreprises, penche désormais de plus en plus vers la gestion des risques, et les gérants d'actifs sont appelés à offrir des stratégies ESG qui reproduisent, voire améliorent le profil de rendement/risque d'un portefeuille standard. D'où l'apparition d'approches plus quantitatives et fondées sur les données extra-financières, grâce à une disponibilité et une qualité accrues de celles-ci.

UNE APPROCHE ESG BASÉE SUR LA MATÉRIALITÉ FINANCIÈRE

L'équipe de recherche de CPR Asset Management a développé une nouvelle approche ESG à la demande de la Caisse des Dépôts, gérant fiduciaire de plusieurs régimes de retraite de la fonction publique française. Ce client avait en effet le sentiment que les notes ESG, moyennes pondérées des différents critères environnementaux, sociaux et de gouvernance qui les composent, masquent de nombreuses subtilités contenues dans les informations

E, S & G sous-jacentes par un phénomène de compensation entre critères. Ce phénomène peut être illustré à travers le scandale du Dieselgate en 2016, quand il est apparu que des employés de Volkswagen truquaient les résultats des tests d'émissions. Volkswagen affichait alors une note ESG honorable car l'entreprise était globalement bonne sur une majorité de critères ESG, mais certains critères relatifs à la gouvernance auraient dû alerter les investisseurs car particulièrement négatifs.

CPR AM a mené des recherches approfondies sur les critères utilisés dans le calcul de la note ESG globale des entreprises. L'objectif était d'exploiter au maximum les informations extra-financières afin de déterminer quels critères ont un impact clair sur le profil de rendement/risque des titres. Certaines défaillances évidentes, qui n'apparaissent peut-être pas dans la note ESG globale, peuvent constituer un premier signal d'alarme quant à des controverses risquant d'avoir un impact financier important.

L'analyse des critères ESG précis au regard desquels une entreprise est peu performante, en dépit d'une bonne note ESG globale, s'apparente à l'un des aspects les plus difficiles de la sélection des titres dans la gestion « value » traditionnelle : la distinction indispensable à opérer par le gérant entre les vraies actions sous-évaluées et les fausses bonnes opportunités, ou « value traps », dont la faible valorisation s'explique par l'existence de problèmes à long terme. « J'aime acheter la qualité quand elle est bon marché », avait coutume de dire Warren Buffett pour illustrer la nécessité de bien comprendre pourquoi telle ou telle action se négocie à un prix faible.

De la même manière, la méthodologie de CPR AM va au-delà de la note ESG globale et offre une vision à 360 degrés pour aider les gérants d'actifs à éviter les titres les plus préjudiciables, tout en gardant un profil de rendement/risque semblable à celui de l'univers d'investissement visé.

MÉTHODOLOGIE D'INTÉGRATION

L'approche par les risques de CPR AM permet de minimiser le risque asymétrique pour les investisseurs, en anticipant les pertes importantes. Notre méthodologie d'intégration ESG vise essentiellement à minimiser le risque et non à générer une surperformance élevée, rôle dévolu au processus de gestion active déployé par la suite par CPR AM.

Le processus d'intégration ESG de CPR AM repose sur l'analyse ISR de notre maison-mère Amundi. Amundi note plus de 5 500 émetteurs sur un historique qui remonte à 2010. La note ESG est calculée à partir de 15 critères extra-financiers génériques, comme la consommation d'énergie, la structure du conseil d'administration ou les pratiques en matière d'emploi. Ce référentiel commun est complété par des critères spécifiques aux secteurs, comme par exemple le développement des « voitures vertes » dans le secteur automobile. Ces critères sont agrégés au sein des piliers Environnement (E), Social (S) et Gouvernance (G) en intégrant les enjeux sectoriels au travers de pondérations propres à chaque secteur. Les notes, qu'elles s'appliquent au niveau des critères, des piliers ou de la note ESG finale, vont de « A » à « G », « A » représentant la meilleure performance.

La note globale est ainsi une synthèse de l'ensemble des pratiques et des procédures ESG de l'émetteur considéré.

Notre méthodologie d'intégration ESG commence par exclure les entreprises présentant les pires notes ESG, à savoir « F » ou « G », afin d'écartier les plus mauvais profils. Dans une seconde étape, CPR AM exclut également les entreprises ayant obtenu la note « F » ou « G » sur une sélection de critères dont il est démontré qu'ils ont une matérialité financière importante, et ce même si l'entreprise en question affiche une bonne note

globale ESG. Cette approche permet d'éviter d'investir dans des entreprises dont les pratiques ou procédures sont condamnables sur des sujets matériels.

PRENDRE EN COMPTE LES SPÉCIFICITÉS GÉOGRAPHIQUES

Nous cherchons à repérer les défaillances grâce à une série de tests appliqués à chacun des 15 critères ESG génériques. Ces 15 critères sont ainsi comparés sur base de plusieurs facteurs tels que leur ratio d'information (performance ajustée du risque), leur taux de couverture (représentativité du critère), le taux d'exclusion induit (afin d'offrir un univers d'investissement suffisamment large), le turnover associé (coût d'implémentation) et la corrélation entre les critères sélectionnés (à des fins de diversification). (cf. figure 1).

Les cinq meilleurs critères ESG à l'issue de ces tests, par zone géographique, permettent de

filtrer l'univers initial et de définir un univers d'investissement ESG doté d'un profil de rendement/risque équivalent. Comme tous les critères ESG ne sont pas financièrement interprétés par le marché de la même manière selon les zones géographiques, la sélection de ces 5 critères varie par région.

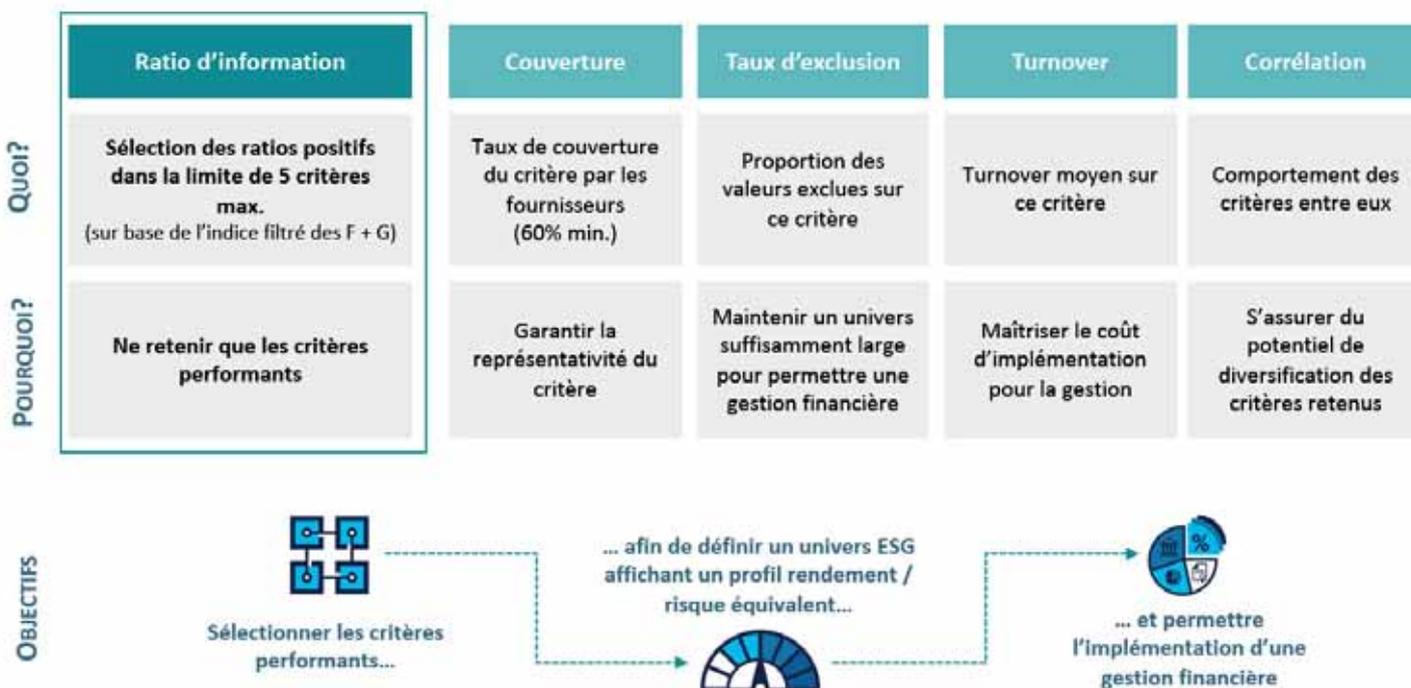
Par exemple, dans la région Euro / Europe, nous évitons les entreprises ayant des pratiques ou procédures condamnables dans les domaines suivants : consommation d'énergie et émissions de CO2 ; structure du conseil d'administration ; audit & contrôle ; droits des actionnaires et santé & sécurité. (cf. figure 2).

Nous n'appliquons pas de critères environnementaux aux entreprises japonaises, et pas de critères sociaux aux entreprises nord-américaines (autres que leur prise en compte à travers la note ESG globale).

Figure 1 - La sélection des critères : à la recherche de la matérialité

Source CPR AM

POUR CHAQUE ZONE GÉOGRAPHIQUE ET CHAQUE CLASSE D'ACTIFS, ANALYSE DE CHACUN DES 15 CRITÈRES COMMUNS



GÉNÉRER LA SURPERFORMANCE À PARTIR DE LA GESTION ACTIVE PLUTÔT QUE DE L'INTÉGRATION ESG

L'application de cette méthodologie à l'univers des actions conduit à des déviations sectorielles propres à chaque zone géographique, mais aucun biais structurel n'est observé sur la période 2010-2018. La méthodologie d'intégration ESG de CPR AM préserve la structure de l'univers d'investissement initial et permet de mettre en œuvre des stratégies complémentaires de gestion active pour générer de l'alpha. Notre approche préserve également la structure de l'univers des portefeuilles de crédit. La répartition des ratings de notre univers crédit filtré ESG est presque identique à celle de l'indice Barclays Euro IG Senior 7+. Le spread moyen par rating des deux univers et la répartition du portefeuille par maturité sont également très proches, de même que les performances.

Notre filtre d'exclusion nous aide à limiter notre exposition aux accidents de crédit et aux pertes qui s'ensuivent, en permettant d'identifier les sujets d'inquiétudes en amont et à éviter d'investir sur les entreprises concernées. Ainsi, en juin

2015, soit quelques mois à peine avant le scandale du Dieselgate, notre méthodologie conduisait à exclure Volkswagen des portefeuilles obligataires en raison d'inquiétudes concernant ses pratiques d'audit et de contrôle. Nos recherches démontrent que notre filtre a permis d'éviter d'investir dans un pourcentage élevé d'obligations ayant sous-performé considérablement l'univers sur la période considérée. Si notre méthodologie aide à limiter les pertes, elle ne permet cependant pas au gérant de tirer parti d'un éventuel rebond si le mécanisme d'exclusion est toujours actif.

INVESTISSEMENT DYNAMIQUE MULTIFACTORIEL

Nous avons testé l'impact de notre méthodologie ESG dans le contexte de nos portefeuilles multifactoriels actions. Les stratégies d'investissement dynamiques multifactorielles de CPR AM combinent une sélection des valeurs « bottom-up » avec une allocation dynamique aux facteurs, basée sur les régimes de marché et/ou les zones d'investissement. Notre processus quantitatif de sélection des facteurs ne comporte aucun biais structurel ni sectoriel. Le portefeuille est optimisé chaque mois.

Figure 2 - Univers Actions, les critères retenus

Source CPR AM

	EURO/EUROPE	AMÉRIQUE DU NORD	JAPON	ASIE EX-JAPON	EMERGENTS
E 	Energie et GES	Energie & GES Eau Biodiversité & déchets	-	Biodiversité & déchets	Biodiversité & déchets
S 	Santé & sécurité	-	Santé & sécurité Relations syndicales	Ressources humaines Clients/Fournisseurs Communautés locales	Santé & sécurité Communautés locales
G 	Conseil d'administration Audit & contrôle Droits des actionnaires	Conseil d'administration Audit & contrôle	Conseil d'administration Droits des actionnaires Déontologie	Droits des actionnaires	Droits des actionnaires Déontologie

En fonction du régime de marché, la stratégie d'investissement combine des expositions à des facteurs défensifs (faible volatilité, dividendes élevés ou solidité financière, par exemple), des facteurs offensifs (momentum, décote, croissance) et des facteurs « deep-value » (décote, forte décote). L'application du filtre ESG n'altère pas l'exposition du portefeuille aux différents facteurs. Notre analyse révèle en effet qu'en fonction des régimes de marché, la pureté des facteurs est maintenue à hauteur de 94 % à 100 % avec l'univers ESG. (cf. figure 3).

UNE APPROCHE FLEXIBLE POUR RÉPONDRE AUX ATTENTES DES CLIENTS ET AUX FUTURS DÉFIS DE L'ESG

L'innovation réside dans la co-création de solutions par les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion d'actifs. Nous avons la conviction que la méthodologie ESG développée pour notre client peut bénéficier à notre offre core : c'est pourquoi nous transformons nos fonds ouverts « standard » en solutions ESG. CPR AM incorpore ainsi sa nouvelle méthodologie ESG dans sa gamme historique de fonds actions

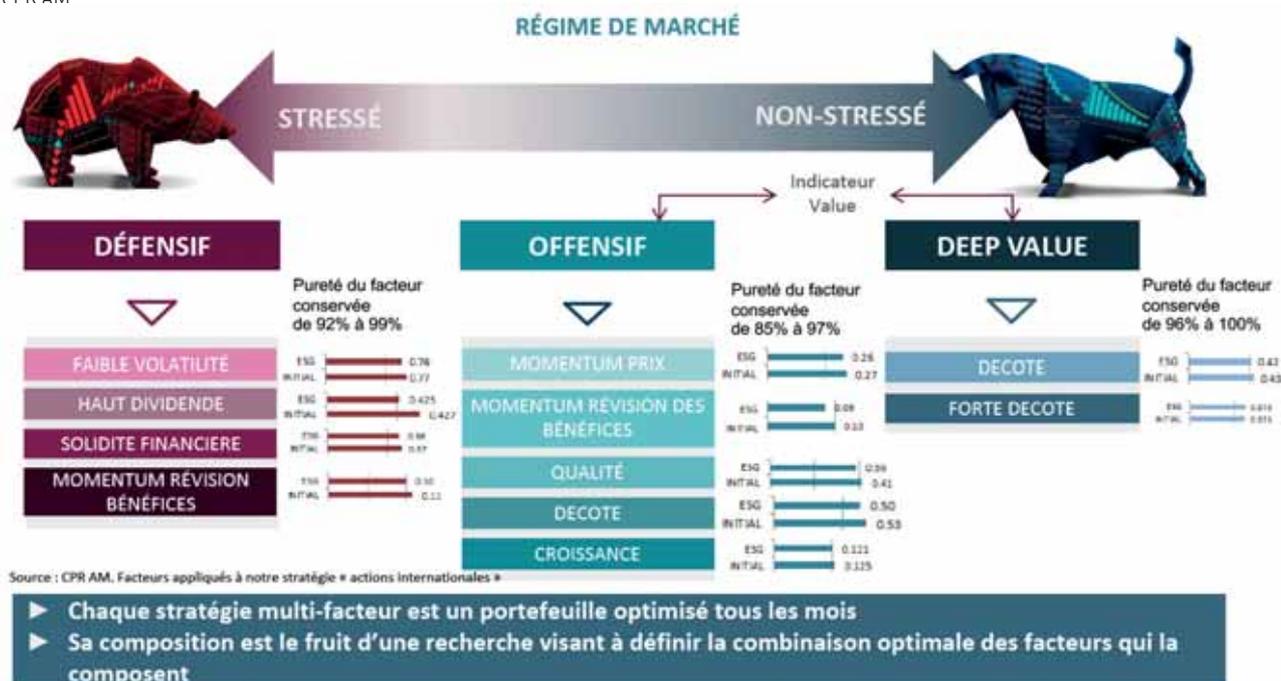
quantitatifs « core », mais aussi dans certains fonds de crédit et d'obligations convertibles. À l'heure où les investisseurs attendent des sociétés de gestion une meilleure prise en compte des aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance, nous élargissons donc le périmètre de ce processus d'intégration ESG.

Notre approche offre également de la flexibilité pour répondre aux attentes des clients et aux futurs défis de l'ESG. Les cinq critères d'exclusion que nous avons choisis donnent de bons résultats grâce à nos modèles, qui ont permis de mettre en évidence les critères les plus matériels financièrement au cours des dernières années (depuis 2010 sur les marchés développés et depuis 2014 sur les marchés émergents). Toutefois, l'efficacité de cette sélection de critères évoluera certainement dans le temps : c'est pourquoi, chaque année, nous testons à nouveau notre sélection, profitant de l'amélioration à la fois de la quantité et de la qualité des informations ESG.

Qui plus est, la liste des critères que nous analysons évolue elle aussi. Notre liste actuelle de 15 critères peut être amenée à être complétée

Figure 3 - Les facteurs par CPR AM

Source CPR AM



par de nouveaux critères à l'issue de tests qui garantissent leur efficacité sur le long terme. Enfin, la flexibilité de notre méthodologie d'intégration ESG nous permet de nous concentrer sur des demandes spécifiques à de chaque client institutionnel et de nous adapter à l'évolution de l'environnement ESG.

L'ESSENTIEL

1. Les sociétés de gestion d'actifs sont appelées à offrir des stratégies ESG qui reproduisent, voire améliorent le profil de rendement/risque des portefeuilles. D'où l'apparition d'approches plus quantitatives et fondées sur les données, grâce à la disponibilité et la qualité accrues des indicateurs ESG.
2. Les notes ESG, souvent basées sur des moyennes pondérées, masquent de nombreuses subtilités contenues dans les informations ESG sous-jacentes.
3. Certaines défaillances évidentes qui n'apparaissent peut-être pas dans la note ESG globale peuvent constituer un premier signal d'alarme quant à des controverses risquant d'avoir un impact financier important.
4. La méthodologie d'intégration ESG de CPR AM identifie des défaillances au moyen d'une série de tests appliqués à 15 critères ESG génériques. Les tests réalisés permettent de choisir les critères offrant les meilleurs ratios d'information (performance ajustée des risques).
5. Cette méthodologie donne des résultats convaincants lorsqu'elle est appliquée aux stratégies multifactorielles d'investissement en actions.
6. Elle peut également être appliquée aux fonds de crédit et d'obligations convertibles.
7. Cette approche est assez flexible pour répondre aux attentes des clients et aux futurs défis de l'ESG.
8. L'innovation réside dans la co-création de solutions par les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion d'actifs.



07

ESG : LES ENJEUX DE LA TRANSFORMATION DE LA GAMME ACTIONS MULTI-FACTEURS

Par **Cyrille Collet**,
Directeur des Gestions Quantitatives Actions
et par **David Usemma**,
Ingénieur recherche, Responsable des projets actions

QUELS SONT LES ENJEUX DE LA TRANSFORMATION DE VOTRE GAMME ACTIONS MULTI-FACTEURS EN GAMME MULTI-FACTEURS ESG ?

Il s'agit d'une évolution plutôt que d'une transformation. Les enjeux sont multiples : signifier concrètement notre engagement vers l'investissement responsable, combiner au mieux les enjeux ESG et la gestion multifactorielle, enfin offrir un savoir-faire aux clients finaux que nous partageons déjà avec nos clients institutionnels via des partenariats et/ou des mandats de gestion. Au-delà de ces enjeux, il est de notre devoir de contribuer au respect de l'éthique et de l'environnement par nos investissements pour laisser à nos enfants une planète plus vivable que celle que nous avons actuellement.

Cette évolution s'inscrit dans la continuité des différents travaux que nous avons réalisés ces dernières années dans des fonds dédiés. Elle illustre notre volonté de diffuser largement la gestion

actions « responsable » auprès de l'ensemble de nos clients : particuliers, distribution, banque privée et institutionnels. La bascule de l'intégralité de notre gamme actions quantitatives en offre ESG montre bien notre objectif de devenir l'un des acteurs majeurs dans l'accompagnement des clients sur ce type de gestion. Pour ce faire, nous avons intégré des critères extra-financiers dans notre processus d'investissement avec la volonté de rester transparents et efficaces dans la gestion de nos portefeuilles au quotidien. Ainsi, nous définissons un univers d'investissement ESG en appliquant aux valeurs des critères extra-financiers, puis nous sélectionnons au sein de cet univers les titres ayant le profil financier le plus attractif. Ce savoir-faire nous permet aujourd'hui d'accompagner nos clients sur le chemin de l'investissement durable. Au-delà de la construction d'univers ESG, nous proposons à nos clients une boîte à outils complète développée pour répondre à leurs interrogations aux différentes étapes de leur réflexion et bien entendu aux appels d'offres qu'ils pourraient nous adresser.

QUELLE MÉTHODOLOGIE AVEZ-VOUS MIS EN PLACE POUR CONSTRUIRE VOS UNIVERS ESG ? POUVEZ-VOUS EN QUELQUES MOTS NOUS LA REPLACER DANS LE CONTEXTE DE LA CONCURRENCE ?

Il existe de nombreuses façons d'intégrer les critères extra-financiers à une gestion de portefeuille actions. Nous avons choisi de pratiquer des exclusions, sur des critères ESG relativement fins sous contrainte de matérialité financière, dès la construction de nos univers d'investissement. Notre approche est donc bien différente des approches de construction de portefeuille classiques (*Best-in-Class*, *Best-Effort* et sélection positive sur la note extra-financière) ou dérivant d'une vision globale de la note ESG puisque nous l'avons définie à partir du concept de « matérialité » au niveau des indicateurs sous-jacents de cette note.

Notre approche consiste à évaluer la pertinence financière (matérialité) de 15 critères communs extra-financiers (Biodiversité, Santé & Sécurité ou Droit des actionnaires) que le bureau d'analyse extra-financière d'Amundi utilise chaque mois pour qualifier l'ensemble des secteurs d'activité. Cette analyse est réalisée au sein de cinq régions d'investissement (Europe, États-Unis, Japon, Asie ex-Japon, Pays émergents) dans un univers de 5 500 valeurs internationales (100% du MSCI World). La matérialité du moment n'est pas forcément celle d'hier ou celle de demain car elle dépend fortement des fournisseurs utilisés pour calculer ces critères communs, de la période d'étude, de l'univers d'investissement de départ (régions) et de la sensibilité évolutive des investisseurs financiers aux enjeux de l'ESG. Cependant, c'est un point de départ essentiel pour expliquer simplement et de façon transparente les exclusions/inclusions d'un titre dans un univers ESG ; cela donne une perception différente des enjeux ESG selon les régions du globe et indique quels seraient les caractéristiques et comportement financier d'un univers construit à partir de critères choisis par un client.

Cette « matérialité financière » reflète l'impact financier positif ou négatif induit par une éviction des titres mal notés pour ce critère. Elle n'est donc pas un jugement de valeur sur la qualité des bonnes pratiques qu'elle qualifie mais elle reflète bien la perception des investisseurs actions en général, de manière consciente ou inconsciente, face aux entreprises concernées par ces bonnes pratiques.

En conséquence, nous avons aujourd'hui des univers d'investissement ESG régionaux reposant sur l'éviction des titres mal notés pour les « 5 critères les plus matériels des 15 » classés en fonction de leur matérialité. Ils diffèrent d'une région à une autre, mais la gouvernance est déjà « presque matérielle » partout, quand le droit social ne l'est pas encore aux États-Unis, ni l'environnement au Japon. Nous allons chaque année, (re)calculer cette matérialité sur chacune des régions afin de mesurer l'évolution de la perception des investisseurs locaux aux enjeux ESG et enrichir notre construction d'univers. Notre vision repose sur l'éviction des titres les plus mal notés au sein de chaque secteur d'activité au niveau mondial, elle peut impliquer des biais sur certaines régions ou pays au sein des grandes régions. À l'heure actuelle, notre méthodologie a tendance à favoriser les titres européens plutôt que les titres japonais ou émergents. Mais nous sommes à l'aise avec ces biais, souvent induits par une note de gouvernance proche du modèle anglo-saxon. D'autant qu'ils seront amenés à se réduire dans le temps à mesure que les fournisseurs évolueront positivement vers des évaluations inter-régionales, afin de coller au mieux à la réalité du terrain et s'éloigner d'une vision mondiale normative plus théorique qu'instructive (dans le cadre de la matérialité).

COMMENT SUIVEZ-VOUS LE RISQUE DE CONTROVERSE DE MANIÈRE EFFECTIVE ?

Nous suivons le risque de controverse de trois manières différentes : l'équipe d'analyse extra-financière d'Amundi le prend en compte dans le calcul de la notation mensuelle, en intégrant des

providers externes spécialisés dans ce domaine et en suivant au quotidien dans notre « base news » les annonces des entreprises autour des enjeux ESG.

L'équipe d'analyse extra-financière d'Amundi s'appuie sur l'expertise de fournisseurs de données extra-financières sélectionnés pour la finesse de leur référentiel, leur univers de couverture, leur qualité d'analyse, leur capacité à justifier leurs notations ainsi que leur réactivité face à l'actualité des entreprises. Plus précisément, les fournisseurs généralistes sont Sustainalytics, MSCI, VigeoEiris et Oekom, ceux de suivi des controverses sont Factiva et RepRisk. Concernant le suivi des controverses, les analystes ESG reçoivent en temps réel les alertes de la part des fournisseurs généralistes (Sustainalytics, MSCI, VigeoEiris et Oekom) et (Factiva et RepRisk) couvrant l'univers de valeurs notées. Les notes sont revues mensuellement et peuvent être modifiées par les analystes extra-financiers entre deux calculs en cas de grave controverse (mise sous surveillance ou dégradation rapide).

De plus, sur l'ensemble des fonds, le gérant a accès au score RepRisk de controverses des entreprises. Ce score RepRisk est positionné sur une échelle allant de 0 à 100. Un score supérieur à 50 indique un profil controversé nécessitant une attention particulière. Ce score est mis à jour quotidiennement par RepRisk pour chaque entreprise en fonction du flux d'informations et d'actualités sur la valeur.

Pour finir, notre gestion active induit le fait que les titres prépondérants au sein des indices actions ou sur lesquels nous avons des paris importants font l'objet d'un suivi quotidien dans une « base news » propre à la gestion. Nous renseignons aussi bien les événements financiers qu'extra-financiers, même si, au cours du temps, nous faisons de plus en plus confiance aux sociétés spécialisées dans ce domaine.

COMMENT ÊTES-VOUS CAPABLES DE COMMUNIQUER EFFICACEMENT SUR CET ENGAGEMENT ESG DANS VOTRE GAMME ACTIONS MULTIFACTEURS ?

En plus du reporting mensuel traditionnel, nous suivons quotidiennement l'exposition de nos portefeuilles aux enjeux financiers et extra-financiers. Pour la partie financière, nous produisons à la demande l'exposition et l'attribution de performance factorielle de nos portefeuilles ainsi que leurs caractéristiques financières exprimées selon des critères standards ou choisis par le client. Dans notre base de données quantitatives, nous couvrons 8 000 entreprises dans le monde et renseignons au quotidien plus de 200 critères financiers extraits de données comptables, de marché ou de consensus (Factset). Pour la partie extra-financière, nous stockons mensuellement la note des 15 critères communs sur l'ensemble des valeurs couvertes dans notre base de données, ainsi que les notes de chaque composante « E », « S », « G » ou « ESG ». Nous sommes donc capables, sur demande, de fournir l'exposition de nos portefeuilles sur chacune de ces notes en absolu ou en relatif d'un indice classique ou d'un autre portefeuille.

Pour compléter cette communication centrée sur nos portefeuilles, les gérants fournissent mensuellement un document de synthèse montrant l'impact de notre approche par les risques au niveau des indices actions MSCI (% des titres de l'indice exclus de l'univers ESG régional, raison de cette exclusion, somme des poids des titres exclus au sein de l'indice, journal des entrées/sorties dans l'univers).

Enfin, nous avons également apporté deux importantes améliorations à notre attribution de performance en 2018. Nous sommes maintenant capables de décomposer les effets factoriels inclus dans la performance relative de nos fonds et également d'isoler la contribution des titres exclus/inclus pour des raisons ESG en amont de la

décomposition classique en fonction des secteurs et des pays et/ou régions.

Les gérants sont donc impliqués au quotidien à la fois dans la gestion financière et extra-financière et ont à leur disposition l'ensemble des outils nécessaires pour une communication exhaustive et transparente (exposition, raison de cette exposition, attribution de performance résultant de cette exposition).

En conclusion, l'engagement ESG de CPR AM dans sa gamme actions multi-facteurs se résume ainsi :

- **La construction d'univers ESG par éviction des titres mal notés sur des critères matériels,**
- **Une approche qui tient compte des réalités régionales et revue annuellement pour suivre la sensibilité des investisseurs,**
- **Une traçabilité des évictions et l'analyse de leur impact dans la performance des portefeuilles,**
- **Un accompagnement sur-mesure des clients avec la possibilité de construire des univers tenant compte de leurs contraintes.**

Par Antoine Gougeon,
Ingénieur Recherche

Avec la progression de l'investissement responsable, la question aujourd'hui pour de nombreux investisseurs n'est plus s'il faut ou non faire de l'ESG, mais comment ? L'enjeu de durabilité, de prévention des risques spécifiques et réputationnels est particulièrement important pour les positions obligataires détenues jusqu'à maturité et représentant souvent une part prépondérante des allocations institutionnelles, soumise à des contraintes comptables, de liquidité, etc. Dans ce contexte, l'intérêt de nos clients pour l'intégration de l'ESG dans les portefeuilles crédit est en forte croissance, l'ESG sur le crédit étant qualifié « d'angle mort » par certains de nos clients.

Nous sommes pour notre part convaincus que les informations extra-financières complètent les approches crédit traditionnelles pour réduire le risque spécifique, améliorer la robustesse d'un portefeuille, et renforcer l'efficacité de la gestion. Pour illustrer ces propos, nous pouvons en effet citer quelques cas pouvant mener une entreprise à un risque spécifique de type « ESG » :

- Le manque d'indépendance du conseil d'administration, les déficiences du système d'audit interne ;
- Des groupes n'intégrant pas de stratégie de gestion de dommages causés à l'environnement ni de minimisation des déchets, qui sont pointés du doigt ;
- Les mauvaises pratiques fiscales.

A ces risques s'ajoutent les effets de l'adhésion des Etats et des investisseurs aux grandes conventions internationales sur les armes controversées, la lutte contre le réchauffement climatique, et aux initiatives du Pacte Mondial de l'ONU.

SUR QUELLES EXPERTISES VOUS APPUYEZ-VOUS POUR MENER VOS ÉTUDES SUR L'ESG ?

Membre d'Amundi Group, CPR AM s'appuie sur les ressources mutualisées au sein d'un bureau d'analyse unique, qui produit, à partir d'une collecte de données multi-contributeurs

et d'un process d'analyse propriétaire, une recherche extra-financière couvrant quelques 5.500 émetteurs dans le monde. Chacun de ceux-ci est évalué sous l'angle de ses qualités environnementales, sociales et de gouvernance à travers 15 critères communs à tous les secteurs d'activités, et 25 critères spécifiques à tel ou tel secteur. Une note globale pondérée, dite note ESG (pour Environnement, Social et Gouvernance), synthétise cette information allant d'une échelle de A à G (la note A étant la note attribuée aux entreprises les plus sérieuses sur ces aspects extra-financiers et G pour les entreprises les plus controversées).

Nous verrons un peu plus bas qu'il existe une hiérarchisation dans le calcul de cette note, qui est une «moyenne pondérée» de sous-critères E, S et G.

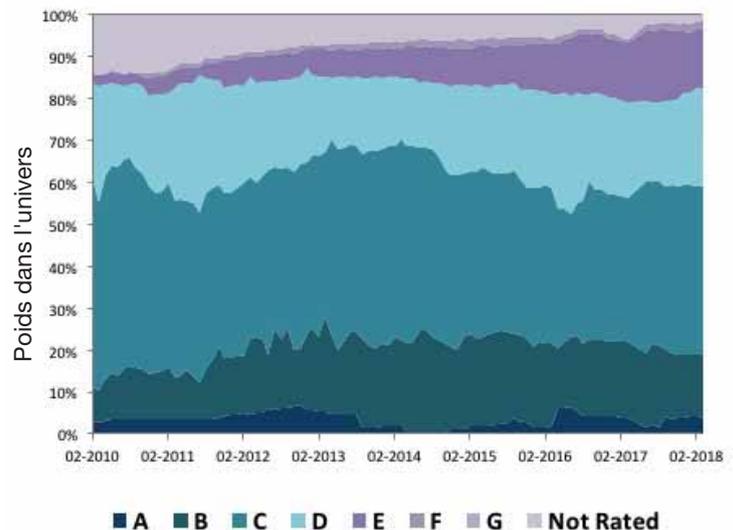
La littérature sur l'application des critères ESG dans un univers actions est aujourd'hui abondante. Ici, nous allons nous intéresser aux spécificités d'un univers Crédit « Investment Grade » (dettes émises en euros), en introduisant la méthodologie conçue par CPR AM, et implémentée dans les portefeuilles liés à cette classe d'actifs.

CES NOTATIONS ESG SONT-ELLES DISPONIBLES SUR L'UNIVERS CRÉDIT ?

Dans la figure 1, l'évolution de la note ESG globale des émetteurs dans l'univers Crédit Euro Investment Grade. Nos études commencent en 2010 pour des raisons de consistance des données.

Il ne faut pas oublier que ces données restent relativement récentes et qu'elles sont sensibles aux évolutions méthodologiques dans la notation des fournisseurs comme des bureaux d'analyse ; ces « sauts » potentiels doivent être pris en compte dans l'interprétation et l'implémentation de nos études.

Figure 1 - Évolution de la répartition des notes ESG dans l'univers Euro Corporate.



Sources : Amundi, Recherche CPR AM

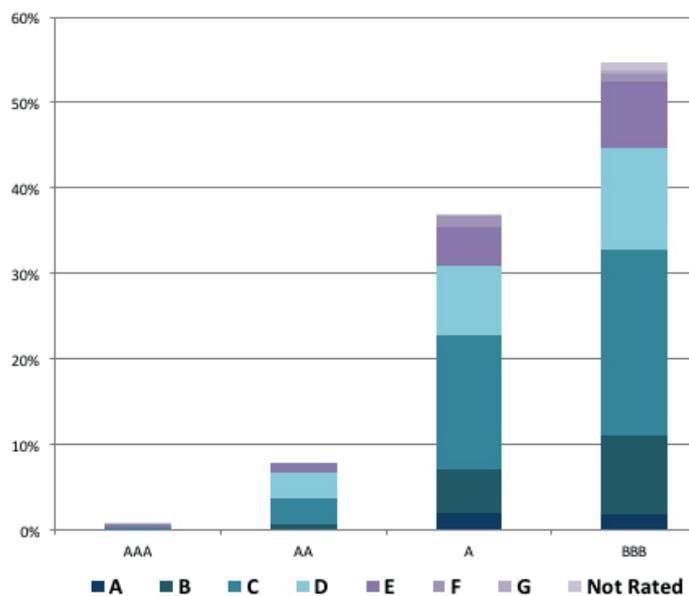
Le graphique figure 1 ci-dessus, nous donne plusieurs informations intéressantes sur l'évolution de la note ESG dans l'univers Euro Corporate depuis 2010. Nous constatons que l'univers couvert est en augmentation sur la période, en effet 14% des émetteurs de l'indice étaient non notés au début de l'année 2010 pour arriver à 1% de non notés aujourd'hui. Enfin, notre univers est majoritairement constitué d'émetteurs notés B, C et D et contient très peu d'émetteurs notés F et G.

AVEZ-VOUS CHERCHÉ À RÉCONCILIER LES INFORMATIONS DU MARCHÉS CRÉDIT AVEC LES NOTATIONS ESG ?

Intéressons-nous tout d'abord au lien qui peut exister entre les ratings des agences de notation, qui est l'un des indicateurs clés sur le crédit pour apprécier la qualité de la dette, et la notation ESG.

Nous avons effectivement cherché à établir un lien entre les principaux indicateurs de marchés du Crédit avec la notation ESG, ici nous vous

Figure 2 - Répartition des notes ESG par ratings pour la dette émise en Euro (Mars 2018)



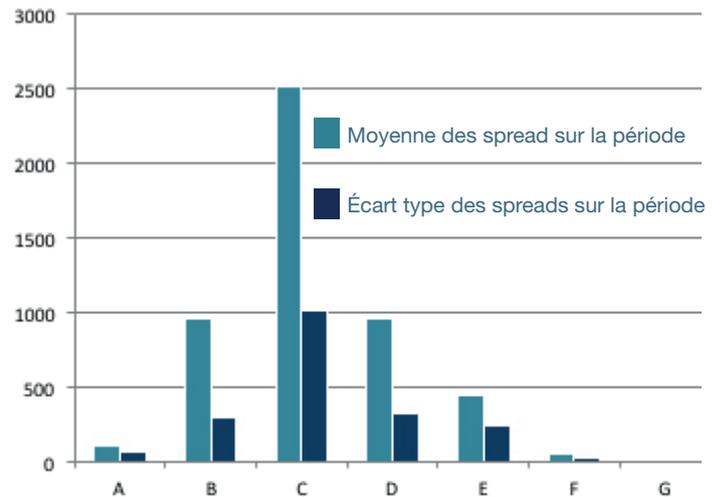
Sources : Amundi, Recherche CPR AM

proposons d'illustrer le lien entre les ratings des agences de notation ainsi que du spread Crédit. Le graphique figure 2, montre que la notation ESG n'est pas corrélée aux ratings des agences de notation (remarque globalement valable sur l'ensemble de la période d'étude). Ce qui confirme que l'information extra-financière complète significativement les mesures de risques disponible. Attention cependant, rien ne présuppose que ce constat reste inchangé pour les années à venir (Demain, peut-être, les agences intégreront dans leurs règles de notation financière des considérations extra-financières).

Par la suite, dans une problématique de recherche de rendement, il peut être pertinent de s'intéresser à un autre indicateur majeur de la classe d'actifs qu'est le spread de marché des titres, afin de déduire s'il existe une relation directe avec la notation ESG. L'idée sous-jacente est de voir si le marché intègre la notation ESG dans le prix de la dette.

L'analyse du graphique figure 3, montre que la notation ESG ne semble pas directement corrélée aux spreads (un spread élevé n'implique

Figure 3 - Distribution des spreads de marché sur les segments BBB de l'univers Crédit Euro investment Grade par note ESG



Sources : Amundi, Recherche CPR AM

pas une notation ESG dégradée, le graphique montre que les titres notés C ont les plus hauts spreads en moyenne sur la période). A noter que la distribution ci-dessus a été réalisée sur les titres notés BBB, mais que les observations restent les mêmes sur les autres ratings. Ce constat peut tout à fait s'intégrer dans le marché dans les années à venir, et comme précédemment expliqué, se corriger dans les spreads.

De ces constats, nous pouvons affirmer que la notation ESG apporte une information complémentaire aux indicateurs de marchés classiques de la classe d'actifs (comme les ratings d'agences et les spreads de marché).

COMMENT EXPLOITER AU MIEUX CES INFORMATIONS AFIN DE RÉPONDRE AU BESOIN D'UNE BONNE INTÉGRATION ESG DANS LES PORTEFEUILLES CRÉDIT ?

Ce qui a attiré notre attention dans les différentes études menées sur le sujet, est l'intérêt fort de cette notation en termes de réduction des risques spécifiques. Pour illustrer simplement cet aspect, nous avons réalisé ici deux sous-portefeuilles :

le premier portefeuille étant constitué des émissions notées A et B de notre univers (ce qui correspond à environ 10% à 20% de notre univers de départ) et le deuxième portefeuille des émissions notées E, F et G (nous choisissons ici 3 notes afin d'obtenir grossièrement le même poids, 10% à 20% de l'univers de départ sur la période, mais nous avons constaté que les notés E ont un couple rendement / risque intéressant, proche de 1 sur la composante crédit et de 1,7 sur la composante totale : Taux + crédit contre 0,3 et 1,6 sur l'indice).

	Portefeuille A, B	Portefeuille E, F et G
Performance annualisée	4,32%	4,37%
1ier Drawdown ^(*)	-5,70%	-8,30%
2ième Drawdown ^(*)	-2,80%	-4,20%
Performance / Volatilité	1,85	1,79

(*) Nous calculons les deux premières Drawdowns crédit sur les sous portefeuille

Nous pouvons ici commencer à apprécier l'intérêt de la notation ESG dans une approche par les risques. En effet, un découpage « naïf et non-investissable » de l'univers selon les notes ESG présente un profil de risque plus attractif.

POUVEZ-VOUS NOUS RAPPELER EN QUOI CONSISTE L'APPROCHE ESG PAR LES RISQUES CPR AM ?

Les équipes de recherche de CPR AM ont mené des études plus approfondies à partir des sous-critères utilisés pour la construction de la note ESG globale afin de tirer profit au maximum des informations extra-financières, et de déterminer si certains présentent une matérialité observable en termes de risque-rendement. Sans vouloir détailler la méthodologie complète de construction de la note ESG, nous pouvons sommairement expliciter l'approche avec la représentation suivante :

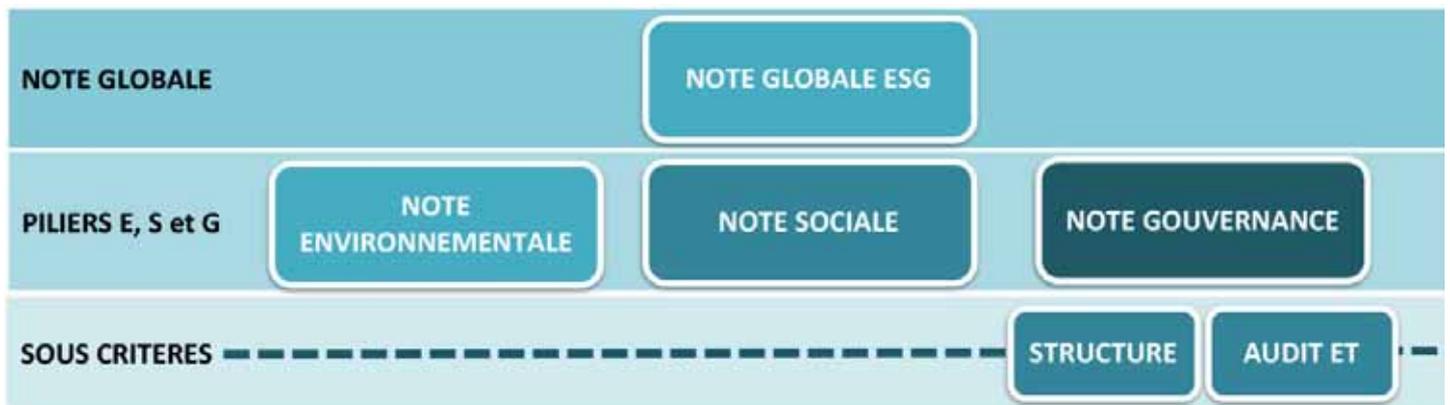
Les données des fournisseurs sont agrégées et uniformisées au niveau des sous-critères et sont consolidées sur les composantes E, S et G, puis au niveau d'une note globale ESG. A titre d'exemple, nous considérons ici 2 sous-critères de gouvernance, mais cela se généralise à d'autres sous-critères.

Par un jeu de consolidation (moyenne pondérée), nous pouvons très bien avoir une mauvaise note sur un critère de Gouvernance comme « Audit et contrôle », et une note globale ESG acceptable. Nous pensons qu'il est important de prendre en compte les sous-critères dans nos approches ESG puisqu'ils peuvent nous alerter sur une faiblesse significative, potentiellement gommée au niveau de la composante, voire plus encore au niveau de la note globale agrégée de l'émetteur. Une faiblesse avérée sur un signal « faible » peut être annonciatrice de controverses avec de forts impacts financiers. Il est donc nécessaire de rattacher la perte financière à la faiblesse d'un sous-critère ESG afin de matérialiser l'intérêt du filtrage.

Nous avons pu identifier sur la période étudiée des cas concrets de pertes financières liées à des controverses que l'observation de certains sous-critères ESG aurait permis d'anticiper. Citons les exemples d'entreprises pouvant produire des millions de tonnes de charbon sans stratégie au regard de la transition énergétique, ou encore d'autres ne respectant pas certaines normes d'audit et pouvant faire l'objet de scandales suite à des publications de données non conformes et ainsi provoquer des pertes financières, et enfin des entreprises ne respectant pas certaines lois éthiques et souffrant par la suite de sanctions graves au regard de leurs activités. La grande majorité de ces événements entraîne un repli des investisseurs et par conséquent une perte.

C'est exactement le propos du filtrage que nous mettons en place à l'aide des sous-critères. En résumé, nous avons établi notre méthodologie

Figure 4 - Consolidation de la note ESG



d'intégration ESG de la façon suivante :

1. Exclusion des entreprises notées F et G sur la note globale afin de filtrer les mauvais profils ESG globaux ;

2. Exclusion des notés F et G sur une sélection de sous-critères choisis pour leur matérialité, afin de se préserver des entreprises affichant une faiblesse et donc un potentiel risque spécifique :

- Consommation d'énergie & Emissions de CO2
- Structure du conseil d'administration
- Audit & Contrôle
- Droits des actionnaires
- Santé et sécurité

Ce choix de sous-critères est issu d'une méthodologie alliant différentes considérations : l'intuition de sa matérialité (pas de biais d'optimisation) , la qualité des données qui l'alimentent et le taux de couverture de l'univers, et enfin ses propriétés financières sur les dernières années (construction de back-tests par filtrage) permettant d'évaluer la matérialité du sous-critère. Notre méthodologie entraîne l'exclusion de 15% à 20% de l'univers d'investissement, l'univers filtré conservant une structure homogène à l'indice de référence, ce qui signifie que le « terrain de jeu » de la gestion est raffiné de certains risques spécifiques mais conserve des caractéristiques générales

(structure sectorielle, de ratings, de rendements et de maturités) comparables à son indice de référence. Nous avons également filtré les valeurs qui ont affiché de fortes pertes suite à des controverses sur la période observée, mais le marché des obligations Euro Investment Grade étant ce qu'il est, nous constatons généralement - en l'absence de défaut - un recouvrement de la valeur de l'émission, ce qui n'impacte pas le niveau de performance totale sur la période. Pour autant, ce recouvrement bénéficiant aux indices et aux investisseurs tenant la position ne reflète pas forcément la « vraie vie » : nous observons que dans le cas où une émission voit son prix fortement affecté suite à une controverse, la pression est forte, chez l'investisseur final ou son gérant, pour écrêter voire solder la position - souvent dans l'urgence est aux pires conditions de stress de marché - ce qui ne permet pas de bénéficier du retour à bonne fortune.

Notre approche par les risques permet donc de minimiser le risque asymétrique auquel sont confrontés les investisseurs en anticipant ces situations de forts « drawdowns ». Ce filtre s'intègre complètement à notre philosophie de gestion, à savoir éviter les risques asymétriques et les décisions sous stress de marché ; tout en conservant un univers attractif, diversifié, suffisamment profond et sans biais rédhibitoire, pour mettre en œuvre notre gestion financière.

L'APPROCHE ESG EST-ELLE DÉJÀ APPLIQUÉE CONCRÈTEMENT DANS VOS PORTEFEUILLES ?

Aujourd'hui nous proposons cette méthodologie d'exclusion, dite « filtre anti-stress », sous forme d'intégration aux portefeuilles que nous gérons sur des univers actions, crédit et obligations convertibles, mais aussi en prestation de service sur tout ou partie des avoirs de l'investisseur. Implémentée dans le cadre de mandats dédiés, elle fait partie de la stratégie Smart Beta Crédit que nous proposerons en décembre 2018, afin d'en améliorer le couple rendement risque sur moyen- et long-terme.

09

ESG : GÉRER LA TRANSITION

« LE BUT N'EST PAS SEULEMENT LE BUT, MAIS LE CHEMIN QUI Y CONDUIT »

(Lao Tseu¹)

Par Vincent Artigouha,
Responsable des solutions
d'investissement institutionnelles

L'investissement responsable n'est pas une nouveauté. De nombreux investisseurs et sociétés de gestion ont dans leurs gènes une conception engagée de leur utilité économique et sociale, un refus de la spéculation financière, une conscience claire de leur devoir de fiducie. Les premières initiatives fondatrices de l'ISR tel que nous le concevons aujourd'hui datent d'ailleurs de plusieurs décennies, et ont essaimé depuis. L'industrie financière dans son ensemble a investi sur cette période en recherche, méthodologies, outils et équipes spécialisées.

Nous vivons aujourd'hui collectivement une accélération de la dynamique ESG. Le propos n'est pas d'en détailler ici les causes, mais d'évoquer les implications en matière de besoins des investisseurs et de réponses à y apporter.

L'une des caractéristiques de cette accélération est l'application à un périmètre d'actifs et d'investissements de plus en plus étendu.

Certaines Institutions et Sociétés de gestion ont déjà pris des initiatives emblématiques à cet égard ; les autres sont incitées à se joindre au mouvement, ou au moins à se questionner sur la manière dont elles se positionnent par rapport à cette tendance lourde. On observe d'ailleurs un mouvement similaire du côté des émetteurs.

Il reste qu'en tendant à se généraliser, la dynamique ESG touche à présent le cœur des actifs sous gestion, c'est-à-dire le « stock », devenant réellement une « intégration ESG » : intégration verticale pour les méthodes et solutions de gestion, et horizontale pour les actifs / les portefeuilles financiers concernés. Jusqu'ici assez qualitatif ou circonscrit, le mouvement est en passe de devenir quantitatif, et induit un enjeu de transition pour les portefeuilles et tout leur écosystème : politiques d'investissement et de risque associées, reporting, etc. Il pose forcément la question des opportunités et risques attachés à cette transition... et des moyens.

1. Lao Tseu a vécu au temps de Confucius. Il a été sage et a écrit un livre « Livre de la voie et de la vertu » considéré comme le fondement du taoïsme.

Dans le même temps, le diagnostic sur l'existant pousse au questionnement sur les méthodes ESG déjà appliquées, leur extension/déclinaison à de nouvelles classes d'actifs, les axes d'amélioration et d'innovation, voire la soutenabilité à court/moyen terme des biais qu'elles induisent.

La disponibilité, la qualité et le coût des données extra-financières sous-jacentes est également clé, l'information étant moins standardisée et moins généralisée que l'information financière habituellement traitée dans les bases de données.

La question des outils n'en est que plus centrale : recueil et traitement de la donnée à des fins de gestion, mais aussi de reporting et finalement de comparabilité entre les mains des investisseurs. De transparence et de pédagogie aussi, vis-à-vis des ayants droit finaux et des parties prenantes.

Cette logique de cohérence touche enfin l'exercice de la responsabilité d'actionnaire, et l'usage de la capacité d'influence et d'engagement attachée au statut d'investisseur en capital, voire en dette.

L'offre de solutions de CPR Asset Management adresse l'ensemble de ces domaines, en insistant sur :

- **la matérialité**, c'est-à-dire la qualité intégrée du couple rendement-risque financier et extra-financier, et le souci de la mesurer dans le temps ; cette approche permet de proposer des solutions de transition adaptées pour les portefeuilles existants, et de nouvelles stratégies pertinentes tant sur le plan financier qu'extra-financier ;
- **l'innovation** : l'intégration ESG accrue impacte la composition des univers d'investissement, l'organisation des processus d'investissement « cœur », les besoins en outils et en reporting ; la sensibilité croissante des investisseurs finaux à l'investissement responsable appelle également des offres adaptées : investissement thématique et à impact, etc.

- **la capacité d'offrir des solutions sur-mesure** à partir de notre expérience de la co-construction, et de nos outils propriétaires, eux-mêmes alimentés par l'expertise et la puissance des ressources mutualisées du groupe Amundi.

La diffusion croissante des pratiques ESG pose en effet des enjeux opérationnels concrets, requiert des ressources et des moyens significatifs, et ajoute une dimension supplémentaire à la responsabilité fiduciaire des gérants comme des investisseurs vis-à-vis de leurs ayants droit. Si des axes de standardisation existent, la diversité d'approches reste la norme, à l'image de l'ADN de chaque acteur, des politiques financières existantes et des écosystèmes qui s'y rattachent.

Acteur du marché institutionnel et de l'épargne en France depuis bientôt 30 ans, partenaire de puissants réseaux de distribution en France et à l'étranger, CPR Asset Management propose donc des solutions de transition concrètes et innovantes et, de par sa culture et son expérience, des modalités de mise en œuvre dédiées à chacun de ses clients.

LES OFFRES ESG DE CPR ASSET MANAGEMENT

1. Une gamme de fonds et des solutions dédiées, aux processus de gestion financière et extra-financière intégrés, déclinés par classes d'actifs et zones géographiques.
2. La proposition, ou la conception sur-mesure, d'univers d'investissement efficaces sous l'angle financier et extra-financier.
3. Des diagnostics dédiés de portefeuilles ; l'identification et le suivi des risques extra-financiers matériels.
4. Des stratégies d'investissement thématiques et d'impact innovantes.
5. La mise en œuvre de politiques de vote dédiées.
6. Des solutions de reporting sur-mesure.

CPR AM : 30 ans au service de ses clients

EN COLLABORATION AVEC

Valérie Baudson,
Directeur général

Arnaud Faller,
Directeur général
délégué en charge des
Investissements

Emmanuelle Court,
Directeur général
délégué en charge du
développement commercial

Gilles Cutaya,
Directeur marketing et
communication

Vincent Artigouha,
Responsable des solutions
d'investissement
institutionnelles

Noémie Hadjadj-Gomes,
Responsable adjointe de la
Recherche

Catherine Crozat,
Analyste Recherche
Quantitative

David Usemma,
Ingénieur recherche,
Responsable des projets
actions

Antoine Gougeon,
Ingénieur Recherche

Cyrille Collet,
Directeur de la gestion
quantitative actions

Tegwen Le Berthe,
Spécialiste produits,
Responsable du
Développement ESG

Vanessa Cottet,
Responsable Marketing

Fanny Cutard,
Responsable Marketing
Retail

REMERCIEMENTS

Nous tenons à remercier particulièrement l'Ircantec et la Caisse Des Dépôts, partenaires majeurs dans la mise en oeuvre de l'approche spécifique ESG par les risques.

Nous remercions notre partenaire, le cabinet INDEFI pour sa collaboration active à la réalisation de cette étude.

Nous souhaitons également remercier le bureau d'analyse extra-financière du groupe Amundi.

Enfin, nous remercions l'ensemble des équipes de CPR AM (recherche, gestion, juridique, commercial et marketing) pour leur engagement et leur mobilisation sur ce sujet essentiel.

CPR Asset Management entend poursuivre sa stratégie d'accompagnement en proposant des solutions et des services ESG particulièrement adaptés sur le long terme.



**INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE**

Informations promotionnelles non contractuelles destinées aux Investisseurs « professionnels » au sens de la Directive Européenne MIF, ne constituant ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre de contrat. Les informations et opinions contenues dans ce document sont indicatives et ne sauraient engager la responsabilité de CPR Asset Management de quelque manière que ce soit. Les informations contenues peuvent être retirées ou modifiées à tout moment sans préavis et n'ont pas vocation à être mises à jour. Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Les performances passées et les simulations de performances ne sont pas constantes dans le temps, ne font l'objet d'aucune garantie et ne sont donc pas un indicateur fiable des performances futures. Toute souscription dans un OPC se fait sur la base du DICI et de sa documentation réglementaire. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933 et reprise dans le Prospectus des OPC cités dans ce document.

L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpr-am.com ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

Responsable de publication : Gilles Cutaya
Rédacteur en Chef : Arnaud Faller
Coordination : Karine Gauthier
Conception et réalisation graphique : Karine Matteotti

Cahier publié par CPR AM - Novembre 2018
En collaboration avec la société de conseil en stratégie INDEFI





asset
management

CPR Asset Management, Société anonyme au capital
de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille
agrée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur,
75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

www.cpr-am.com |  @CPR_AM
 [cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)

**INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE**