



ISR : STRATÉGIE DE « NICHE » OU « MAINSTREAM » ?

ORITH AZOULAY *
VINCENT ZELLER **

D'abord l'apanage d'un public restreint ou engagé, pour qui les notions de morale et d'éthique primaient, l'ISR a traversé une période d'engouement et de transformation. Cette adaptation aux cultures locales a justifié que certains s'interrogent sur la pérennité de ce qui est d'abord apparu comme une mode... Mais les cinq dernières années nous ont montré qu'il s'agissait de bien plus qu'un phénomène éphémère. Le rôle croissant et indéniable accordé à une vision en termes de développement durable (et d'ESG - Environnement, Social, Gouvernance) dans les dynamiques géopolitiques, sociales, sociétales, macro et microéconomiques en témoigne... La transcription de cette prise de conscience à l'univers de la gestion d'actifs s'est opérée au travers de l'ISR.

L'allongement de l'horizon temporel de gestion est sans nul doute une des forces motrices déterminantes de l'adhésion croissante à l'approche, dans la mesure notamment où la sécurité financière future des fonds de pensions/de retraite repose de plus en plus sur les décisions d'investissement.

L'historique et le développement du marché de l'ISR (thèmes largement couverts dans d'autres articles de ce numéro) témoignent de ces différences mais aussi d'un vaste *process* de maturation de ces démarches.

Qu'est-ce qui sous-tend l'ISR ? Qu'est-ce qui anime l'investisseur ISR ?

* Analyste ISR, Groupama Asset Management.

** Directeur des gestions, Groupama Asset Management.

Plusieurs écoles :

- une volonté de placer une forme de morale ou d'éthique dans ses décisions d'investissement ;
- une conscience que les marchés financiers représentent un levier puissant dans la diffusion d'une conception différente du développement, de la société et du rôle de l'entreprise. Et ce, en utilisant le pouvoir financier inhérent à la position d'actionnaire ;
- une conviction selon laquelle l'investisseur ne peut aujourd'hui ignorer les problématiques ESG s'il veut assumer pleinement sa responsabilité (notamment fiduciaire) vis-à-vis de son mandataire ou de ses clients. Il s'agit de reconnaître et valoriser la pertinence économique (et boursière dans un second temps en toute logique) des enjeux ESG auxquels les entreprises sont indéniablement confrontées, de façon inégale et différenciée.

Sans doute un peu les trois... La coexistence de ces conceptions, entremêlées ou non, explique en grande partie la diversité des acteurs et de leurs attentes.

Ces diverses visions donnent tout son sens à la question qui nous occupe dans ce chapitre : l'ISR doit-il être considéré comme une approche de niche, ou a-t-elle vocation à devenir *mainstream* ? S'agit-il d'une philosophie concernant un public d'*happy few* ou peut-elle aussi avoir sa place dans la logique d'investissement classique ?

Après une première série de mises au point conceptuelles, il s'agit pour nous de nous interroger sur la raison d'être de ces approches et leurs évolutions potentielles, puis d'identifier les freins et perspectives de progrès.

IDENTIFICATION DES APPROCHES

« NICHE » ET « MAINSTREAM »

Définitions et caractéristiques des deux approches

Qu'entend-on par « ISR de niche » et « ISR mainstream » ?

Il n'existe sans doute pas de définition « académique », ni « objective », de ces deux approches. On peut les considérer à plusieurs niveaux : celui de l'analyse, de la gestion, de la philosophie.

Autrement dit, s'agit-il de raisonner l'ISR en termes de classe d'actifs à part entière, de mode de sélection, de style de gestion, ou de démarche d'ancrage ? Autant de questions qui participent à la définition de cette distinction.

La décision de nous engager, chez Groupama AM, dans une démarche d'ISR, nous a imposé une série d'interrogations opérationnelles. Les définitions que nous proposons reposent très largement sur cette réflexion opérationnelle.



Parler d'ISR de niche ou d'ISR *mainstream* revient, il nous semble, à nous interroger sur : pour qui ? dans quel objectif ? comment ? par qui ? l'ISR.

On pourrait sommairement résumer cette distinction par :

- « l'ISR de niche » relève des produits « dédiés » pour lesquels la dimension « socialement responsable » ou ESG prime et se traduit par une contrainte de gestion ;
- « l'ISR *mainstream* », quant à lui, cherche à intégrer la dimension ESG dans les approches d'analyse et/ou de gestion classique.

Cette distinction mérite cependant d'être affinée, afin de comprendre sa raison d'être et de pouvoir statuer sur l'éventuelle opposition entre ces approches.

En fait la distinction procède de plusieurs interrogations simultanées :

- qui ? pour qui ? la diversité des acteurs et de leurs attentes ;
- par qui ? comment ? à quel moment du *process* de gestion fait-on intervenir les problématiques ESG ?
- pourquoi ? quelles sont les motivations d'une démarche de gestion « socialement responsable » ? quel rôle veut-on donner à l'ESG ?

Caractéristiques et origines de la distinction

3

Quant aux clients ISR et à leurs attentes...

Les gestionnaires d'actifs orientent leur gestion de fonds autour de politiques d'investissement. Ces politiques d'investissement sont en premier lieu définies pour répondre aux attentes de leurs clients investisseurs, internes ou externes (tiers). Comme le détaille l'ouvrage *L'investissement socialement responsable* aux éditions Économica, les politiques d'investissement permettent de « définir trois éléments essentiels dans toute délégation de gestion de fonds : l'objectif de gestion, le style de gestion adopté qui montre la philosophie d'investissement, le processus d'investissement qui décrit les étapes successives qui permettront d'atteindre l'objectif. (...) Les clients attendent une performance récurrente et stable dans le temps en accord avec la politique d'investissement ».

Les clients de la gestion d'actifs (et de l'ISR *a fortiori*) sont de plusieurs natures : depuis l'investisseur individuel, jusqu'à l'institution financière de retraite, en passant par les trésoreries d'entreprise, les organes de gestion d'épargne salariale, les compagnies et mutuelles d'assurances, les fonds de pension, les associations et congrégations religieuses...

Les attentes et contraintes des clients sont en grande partie fonction de l'horizon temporel et de leur goût ou de leur aversion plus ou moins grands pour le risque.



La multitude de donneurs d'ordre potentiels sur le marché laisse aisément imaginer la variété d'attentes et d'objectifs. Cette diversité s'applique à la fois à la philosophie de gestion, à la politique de gestion, aux exigences en termes de rapports risques/rendements, ou aux natures des *process* de gestion.

La dimension ESG vient ajouter un niveau de complexité supplémentaire dans l'arbitrage, la compréhension et la réponse aux attentes d'une clientèle aussi diversifiée. Son appréhension des enjeux extra-financiers et ses exigences face à eux varieront nécessairement elles aussi. Pour autant, les clients attendent de la gestion ISR une rigueur et un professionnalisme au même niveau que ceux apportés par la gestion dite « classique ».

Dans ce contexte, la définition claire et précise de la politique d'investissement ISR est d'autant plus cruciale.

« L'ISR de niche » permettra donc à certains d'exprimer des valeurs et convictions. Ces valeurs et convictions pourront être d'ordre éthique ou moral, ou de l'ordre de la conviction selon laquelle l'entreprise responsable sera plus pérenne (et donc - plus - éligible à un investissement financier de moyen/long terme). Il s'agit pour cette approche d'isoler les éléments de performance extra-financière, comme des éléments d'appréciation à part entière de la performance « globale » de l'entreprise.

« L'ISR *mainstream* » va un cran plus loin dans cette démarche, c'est en ce sens qu'il répond aux attentes d'un public plus « classique ». Il s'agit ici de véritablement chercher à mettre l'accent sur les enjeux ESG reconnus comme matériels : on ne cherchera pas à les isoler mais plutôt à les intégrer à l'analyse fondamentale de la performance des entreprises.

...et au mode d'intégration de l'ESG au métier de la gestion d'actifs...

Les niveaux auxquels l'ISR intervient dans le métier de la gestion d'actifs reflètent clairement cette diversité de clients et d'attentes.

Outre l'ensemble des objectifs et contraintes classiques de gestion, « l'ISR de niche » va chercher à intégrer un certain nombre de critères extra-financiers à la politique d'investissement. Pour les investisseurs ISR de niche, le respect de notions ESG prédéfinies (ou non) deviendra pour certains partie intégrante de l'objectif de gestion, une contrainte de gestion supplémentaire pour d'autres, les deux pour d'autres. Ce qui conduira, dans la plupart des cas, à un processus de gestion différent de celui des fonds dits « classiques », en particulier concernant les mécanismes de sélection de titres et la méthodologie d'analyse. Dans beaucoup de fonds « ISR de niche », l'approche ESG a pour objectif ou contrainte de « nettoyer » l'univers d'investissement. Il opère donc des filtres supplémentaires (exclusions sectorielles, ou réduction de l'univers aux meilleurs de la classe de chaque secteur par exemple) pour



laisser ensuite le gérant de portefeuille appliquer le style de gestion qu'il a pour habitude d'utiliser. En matière d'analyse des valeurs, le procédé de *scoring* des valeurs selon des critères (définis et renseignés en interne, ou externe, - avec le support d'agences de notation spécialisées) est le plus couramment usité. Il permet un « balayage », une hiérarchisation aisée et méthodique des univers d'investissement. Certains ont recours plutôt à une approche dite d'*engagement*, d'activisme actionnarial, qui, en bref, consiste à pousser le dialogue avec l'entreprise dans la direction d'un accompagnement dans sa démarche de développement durable.

« L'ISR *mainstream* », quant à lui, ne cherchera pas nécessairement à altérer les processus et objectifs de gestion du fonds traditionnel. Il cherchera à maximiser l'objectif de gestion (ou au moins contribuer positivement à l'atteinte de l'objectif de performance) en disposant d'un outil d'aide à la décision de gestion supplémentaire : l'analyse des performances ESG des entreprises. Cet outil a clairement pour vocation de parvenir à élargir le spectre d'analyse de la performance et de la pérennité opérationnelle et financière des entreprises. Cet enrichissement s'opère à travers :

- l'identification, la compréhension et l'appréhension de la matérialité des risques et opportunités extra-financiers auxquels les entreprises sont exposées (*top down*) ;
- et la qualité de la réponse qu'elles proposent (*bottom up*).

Il s'agit bien de fondre complètement les problématiques ESG pertinentes dans le canevas d'analyse fondamentale des valeurs à travers une collaboration étroite entre les analystes financiers et les analystes extra-financiers. Cela consiste, notamment, à allier les compétences sectorielles et financières des analystes financiers avec l'expertise ESG des spécialistes ISR afin de pouvoir de concert identifier les thématiques pertinentes et matérielles. Ce travail rend possible la validation du *business case* de cette approche. Il passera notamment par un effort de modélisation (lorsqu'elle est pertinente et crédible) au niveau approprié des modèles (prévisionnels ou de valorisation) et la formulation de scénarios.

Lorsque l'on pousse la logique *mainstream* à l'extrême, les objectifs extra-financiers et financiers devraient devenir indissociables, voire non différenciables.

... ainsi que les motivations « conceptuelles » pour l'ISR

Lorsque l'on cherche à comprendre les distinctions entre les approches de l'ISR, il semble indispensable de s'interroger sur ce qui motive la démarche en premier lieu. Là encore, la diversité des attentes des investisseurs est déterminante.



Il est clair que tous les clients de l'ISR ont un objectif commun : la performance de leurs placements. En revanche, les raisons pour lesquelles on décide d'intégrer, à un moment ou un autre du *process* de gestion, la dimension ESG varie substantiellement d'un acteur à l'autre.

Alors que les notions de convictions religieuses, morales ou éthiques ont longtemps été les principales raisons d'être d'une telle démarche (notamment dans les pays anglo-saxons), le tableau est beaucoup plus complexe aujourd'hui. En effet, résolument tournée vers le moyen/long terme, la démarche d'ISR a aujourd'hui évolué vers une conception plus large de l'entreprise et de son rôle ; elle introduit une notion plus ambitieuse de responsabilité. Il s'agit pour certains d'élargir le principe, « parce que c'est ce qui est Bien, Juste », d'élargir son champ de responsabilité à un environnement plus large de parties prenantes. D'autres auront à cœur de montrer que l'environnement globalisé et en mutation a imposé - opérationnellement, juridiquement et commercialement - à l'entreprise la prise en considération des impacts de son activité sur l'environnement et sur une communauté plus ou moins large de parties prenantes.

Il s'agira pour certains d'une démarche engagée qui cherche à enclencher un cercle vertueux : utiliser le pouvoir financier inhérent aux investisseurs pour infléchir les comportements des entreprises. Il s'agit de les accompagner dans la promotion d'un développement plus durable, et dans la modification de certains déséquilibres découlant de l'activité humaine et économique : parvenir à changer de paradigme. D'autres, observateurs des mutations de notre environnement économique et social, verront cette démarche comme de plus en plus inéluctable dans une logique moyen/long terme d'investissement financier. De nouvelles règles du jeu s'imposent peu à peu à l'économie. Schématiquement, les uns cherchent à maximiser la dimension ESG en tenant compte de la contrainte financière évidente de gestion. Les autres cherchent à maximiser la performance financière en tenant compte des contraintes (risques et opportunités) ESG et des règles du jeu en vigueur.

Ces distinctions - et non oppositions - ne correspondent pas directement à la distinction « niche »/« *mainstream* » ; mais elles contribuent à l'expliquer.

En effet, la démarche de niche a un côté engagé, parfois militant : elle cherche à isoler les problématiques extra-financières par conviction (que l'entreprise qui saura répondre présente à toute une série de critères ESG sera plus pérenne), ou par souci de clarté et de pédagogie. Il peut aussi s'agir d'entrer dans un relationnel plus « activiste » vis-à-vis des entreprises.



Même si l'approche que nous caractérisons de *mainstream* partage clairement certaines de ces conceptions et motivations (et inversement d'ailleurs), elle répond plus à une forme de pragmatisme opérationnel des acteurs de l'investissement financier. Elle est motivée par un constat (et une conviction), moins engagé mais tout aussi ambitieux, selon lequel :

- les entreprises ne peuvent, opérationnellement et de fait financièrement, continuer à ignorer à moyen/long terme certains risques relevant de thématiques ESG ;
- elles auraient, en outre, beaucoup à perdre de ne pas saisir certaines opportunités que la prise de conscience des mutations de leur environnement peut leur procurer.

Y a-t-il une opposition entre ces approches ?

Ces précisions faites, nous pouvons désormais mieux comprendre les distinctions entre les deux approches. Pouvons-nous pour autant en déduire une quelconque opposition ?

Ne s'agit-il pas plutôt de deux approches complémentaires qui coexistent et doivent coexister ? Elles s'alimentent et se donnent sens mutuellement, tout en différant fondamentalement dans leur méthodologie, ou dans la nature des attentes qu'elles cherchent à satisfaire.

L'ISR est une « discipline » en évolution et en cours de maturation. Sa structuration, en Europe en tout cas, est relativement récente. Les thématiques couvertes sont nombreuses, souvent peu explorées sous un angle financier, elles font appel à des compétences précises. Ces expertises sont en train de s'affiner. Les données (provenant aussi bien des entreprises elles-mêmes que des agences spécialisées), à partir desquelles les opinions peuvent être formées, les décisions d'investissement prises, sont encore en cours de stabilisation. Leur fiabilité reste discutable, leur comparabilité incertaine et leur modélisation souvent hasardeuse.

Cette dynamique de transformation instable contribue à expliquer la diversité des approches, et selon nous, légitime très clairement le besoin d'experts et l'existence initiale de produits spécialisés. Ces produits sont clairement identifiables, pédagogiques et permettent d'envoyer des messages forts et compréhensibles. C'est en ces termes que l'ISR « de niche » nous apparaît comme un catalyseur pertinent et efficace : il a permis la naissance et permet actuellement la diffusion de la démarche générale sur les marchés. Il rend possible la sensibilisation et l'adhésion progressive des acteurs, au moyen d'outils et de produits clairement identifiables. Ces produits cherchent à « prioriser » - de façon parfois excessive - la prise en compte des dimensions ESG pour une compréhension plus rapide et une adhésion



plus aisée des marchés ; et ce, dans la mesure où l'approche classique de la gestion a tendance à segmenter les styles d'investissement et les classes d'actifs.

L'ISR de niche et l'ISR *mainstream* ne sont clairement pas en opposition dans leur concept. Loin de là, ils coexistent et coexisteront. Ils ne répondent pas aux mêmes attentes, souvent pas aux mêmes clients. Ils ne s'appliquent pas de la même manière au métier de la gestion d'actifs (aussi bien au niveau des politiques d'investissement que des *process* de gestion). Ils ne sont, en outre, pas nécessairement motivés par les mêmes aspirations et conceptions. Une approche n'a donc pas vocation à se substituer à l'autre. La première a donné tout son sens à la seconde, et joue un rôle indispensable didactique pour son développement.

Il nous semble, en revanche, que l'ISR *mainstream* correspond davantage au sens de l'histoire, c'est en tout cas le parti pris de Groupama Asset Management, il devrait à terme trouver un écho de plus en plus large dans la communauté financière. Nous verrons cela plus avant dans la discussion qui suit.

Parallèle pertinent avec la réflexion « core-satellite »

8

Nous souhaitons ici faire le parallèle entre la réflexion en termes d'ISR « niche *vs* *mainstream* » et celle en termes de gestion *core-satellite*, ligne de force actuelle du métier de la gestion.

La gestion cœur-satellite permet de mieux distinguer les placements issus de l'adéquation actif-passif de ceux qui visent la pure diversification de portefeuille. Dans les deux cas, il y a une place pour la gestion active, mais les caractéristiques de cette gestion active sont différentes, et doivent donc être clairement énoncées, puis mesurées.

Il nous semble pertinent de tracer le parallèle suivant : la gestion ISR « de niche » relève plus de ce que l'on peut considérer comme « satellite » compte tenu du caractère très spécifique des *process* de gestion, des compétences d'analyse requises, du public visé, du procédé de *stock picking* inhérent à la démarche. On pourra donc trouver, à l'instar des « boutiques » spécialisées sur telle classe d'actifs ou tel style de gestion, des sociétés de gestion dédiées ou quasi dédiées à l'ISR.

Lorsque l'on pousse le principe *mainstream* à l'extrême, à savoir une intégration totale au *process* classique de gestion et d'analyse, on peut le considérer comme *core* : propre à toute gestion d'actifs, indissociable des approches originelles de gestion adoptées, s'adressant au plus grand nombre.

Même si le parallèle avec le concept *core-satellite* a des limites évidentes, on retrouve bien cette idée de complémentarité et non pas d'opposition.

La problématique de performance sous-jacente

Malgré la popularité croissante de l'ISR, il est encore sujet à préjugés et idées reçues au sein de la communauté financière. Elle ne dispose ni de recul suffisant ni d'information suffisamment structurée pour pouvoir comprendre avec précision la distinction que nous décrivions préalablement. L'ISR reste pour beaucoup associé à une classe d'actifs ou au mieux à un style de gestion. Dans ce contexte, il est compréhensible et légitime qu'une communauté financière, peu ou mal sensibilisée attende, comme de chaque nouvelle classe d'actifs ou nouveau style de gestion, une « surperformance » boursière pour y adhérer. Or, la plus-value potentielle que l'ISR apporte à la gestion d'actifs et, en particulier à la sélection de valeurs, fait encore vivement débat. Ce qui, selon nous, tient à la fois de la méconnaissance de la démarche par le marché et, à terme, d'un contresens.

Ce type d'attente *a priori* contribue très clairement au développement de l'ISR de niche, puisque l'isolement des éléments ESG dans des scores et des produits spécifiques rend beaucoup plus aisée la surveillance : on peut associer à la démarche ISR des volumes, chercher à isoler des performances (prêtes à être comparées à celle des fonds traditionnels...). En témoigne l'utilisation par beaucoup de *benchmarks* spécialisés.

Alors que l'approche *mainstream*, plus ambitieuse sous certains aspects, ne saurait chercher à isoler son apport en matière boursière à ce stade de maturité et de sophistication. Elle répond à un besoin d'appréhender l'entreprise dans sa globalité par notamment un élargissement de la notion de risque. Il s'agit d'approfondir la compréhension et (dans la mesure du possible l'évaluation) de la valeur immatérielle de l'entreprise introduisant un prisme ESG dans l'analyse des risques et opportunités. L'objectif est bien d'enrichir la compréhension des fondamentaux de l'entreprise via sa gestion des enjeux ESG auxquels son secteur est exposé et leur impact sur sa réalité opérationnelle et/ou financière. L'utilisation de *benchmarks* traditionnels s'impose en l'occurrence. Lorsque l'on pousse, à terme, la démarche *mainstream*, chercher mécaniquement à attribuer une part de performance aux éléments ESG apparaît comme un contresens.

En effet, le marché attend de l'ISR un gage de surperformance boursière. Mais en même temps, il ne semble pas jusque-là être disposé à valoriser les impacts avérés, *a fortiori* théoriques ou escomptés, de certaines problématiques ESG sur la réalité opérationnelle des entreprises. Une attention particulière aux conséquences boursières de certains événements (ou crises) relevant de thématiques ESG montre encore que, de façon générale, l'attention de la communauté financière pour les facteurs ESG demeure très réactive et

épisodique (cf. ABB et l'amiante, ou Walmart et le risque de *class action* pour discrimination). Au final, est-il véritablement pertinent que le marché attende une surperformance boursière provenant de problématiques que ce même marché ne valorise pas ou peu ?

Ce tableau est heureusement de plus en plus à nuancer puisque certaines thématiques, résolument ESG et orientées moyen/long terme, commencent à faire écho dans la communauté financière. Les risques inhérents à la qualité des structures de gouvernance d'entreprise ou à la qualité de la réponse à certains grands enjeux environnementaux (en particulier la proactivité des entreprises vis-à-vis des législations et réglementations environnementales entrant en vigueur) semblent éveiller l'intérêt de certains avertis.

Cette question de la perception par les marchés, ou de la mesure dans laquelle les mentalités sont disposées à valoriser ces thématiques, est déterminante dans la réflexion en termes de niche et *mainstream*.

Cette première partie nous a permis de dresser le tableau de notre compréhension des deux principales démarches ISR, qui clairement ne s'opposent pas, se complètent sous certains aspects et, dans tous les cas, servent des publics, attentes et ambitions différents. Les interrogations en termes de performance sous-jacente introduisent bien la réflexion que nous désirons développer désormais sur les tendances de marché et les forces motrices et celles qui freinent le développement de l'approche *mainstream*.

NICHE ET « MAINSTREAM » : QUELLES PERSPECTIVES ?

Développement et croissance de l'ISR de niche

Lorsque l'on parle de « marché de l'ISR », il s'agit la plupart du temps du marché de l'ISR « de niche », bien identifiable, en termes d'acteurs, d'encours et de performance. La croissance de ses encours a été exponentielle au cours des 5 dernières années en France et en Europe (en témoignent les tableaux n° 1 et 2 issus d'une étude Novéthic datant de Juillet 2005). Rappelons malgré tout le fort effet de base. À noter, par ailleurs, que la croissance des encours a été depuis deux ans accentuée par le passage à une gestion introduisant des critères ESG dans des fonds déjà existants, disposant d'encours relativement importants.

L'ISR de niche trouve écho chez une variété de clients, sous forme d'OPCVM ou de fonds dédiés.

Selon Novéthic, « les investisseurs institutionnels français engagés dans l'ISR via de la gestion dédiée sont principalement des fondations (43 % des fonds gérés par les offreurs français), des organisations religieuses (28 %) et des associations (17 %). Ce sont donc les clientèles

Tableau n° 1
Marché de l'ISR des résidents français :
gestion collective et gestion dédiée
 (en Md€)

Le marché de l'ISR des résidents français		2003	2004	2004/2003
Gestion collective	Particuliers	1,6	2,0	+ 25 %
	Institutionnels	1,2	2,85	+ 138 %
	Épargne salariale	0,12	0,15	+ 25 %
	Total	2,92	5,0	+ 71 %
Dédiée	FCP Épargne salariale	0,4	0,65	+ 63 %
	Institutionnels	0,6	1,25	+ 108 %
	Total	1,0	1,9	+ 90 %
	Total	3,9	6,9	+ 76 %

Source : Novethic.

Tableau n° 2
Marché de l'ISR des résidents français :
investisseurs particuliers et institutionnels
 (en Md€)

Le marché de l'ISR des résidents français		2003	2004	2004/2003
Particuliers	Gestion collective	1,6	2,0	+ 25 %
	Épargne salariale	0,12	0,15	+ 25 %
	FCP Épargne salariale	0,4	0,65	+ 63 %
	Total	2,12	2,8	+ 32 %
Investisseurs institutionnels	Gestion collective	1,2	2,85	+ 138 %
	Gestion dédiée	0,6	1,25	+ 108 %
	Total	1,8	4,1	+ 128 %
	Total	3,92	6,9	+ 76 %

Source : Novethic.

les plus traditionnelles de l'ISR qui restent très majoritaires aujourd'hui, les caisses de retraite, mutuelles et organismes de prévoyance n'ayant pas encore basculé vers une gestion dédiée socialement responsable, alors qu'ils sont fortement présents en gestion collective (+ 138 % en 2004) ».

L'approche « niche » de l'ISR s'ancre peu à peu dans les mentalités comme une classe d'actifs pour certains ou un style de gestion pour d'autres.



Plusieurs forces ont été (et sont) motrices de son développement en France :

- la multiplication d'accidents ou de crises boursières marquantes liées à des problématiques ESG ;
- la prise de conscience par certains de la pertinence d'un retour à une vision moyen/long terme de l'investissement ;
- la reconnaissance de la responsabilité fiduciaire des gestionnaires d'actifs vis-à-vis des propriétaires des capitaux ;
- l'initiative intersyndicale de labellisation des offres d'épargne salariale responsable (CIES - Comité intersyndical de l'épargne salariale) ;
- la diffusion de la réflexion en ces termes et les prises de position par des instances non gouvernementales ou associatives de renom (AFG - Association française de la gestion financière, UNEP - United Nations Environmental Programme) ;
- et l'impulsion gouvernementale forte insufflée par les prises de position successives du Fonds de réserve pour les retraites (renforcées par des démarches comparables de plusieurs grands de fonds de pension européens et internationaux).

En témoigne notamment la multiplication depuis la fin 2005 des appels d'offres institutionnels pour des fonds ISR dédiés.

Autant d'arguments nous permettant d'asseoir notre conviction selon laquelle ce marché n'est pas prêt de disparaître. Il a atteint un stade de maturité (dans son adhésion et sa démarche) lui assurant une croissance future régulière et stable. Il est, selon nous, en revanche voué à répondre aux attentes d'une population spécifique, désireuse de mettre en exergue son engagement mais aussi de « tester » la démarche sur des volumes limités pendant un horizon temporel suffisant.

Dans l'attente des preuves de « surperformance » tant attendues par la communauté financière, l'ISR (de niche) est encore sujet à beaucoup de scepticisme au sein du « gros » de la communauté financière (*mainstream*).

Parallèlement, la logique *mainstream* de l'ISR nous apparaît comme un axe de croissance ambitieux et résolument orienté long terme. Nous tenterons d'en analyser la raison d'être, les freins et prérequis.

Arguments pour le développement d'une démarche « mainstream »

Sans chercher « qui est l'œuf et la poule », nous assistons indéniablement à un retour à une logique de « changement dans la durée » chez les entreprises. Cette évolution est assise sur la conviction selon laquelle la pérennité et le développement durable de leurs activités ont résolument besoin d'un environnement social, environnemental, social, juridique stable et de fonds propres stables.

Les problématiques ESG ne constituent pas en elles-mêmes une nouveauté : les analystes et gérants de portefeuille compétents sont

conscients de la plupart d'entre elles, mais n'ont pas senti l'urgence ou n'ont pas disposé des outils nécessaires pour formaliser et structurer leur analyse. C'est uniquement en ces termes que réside l'innovation d'une telle démarche.

L'analyse de l'utilisation des ressources (travail, capital et nature) est cruciale dans la compréhension et l'appréhension du futur des entreprises. L'analyse de beaucoup de ces problématiques nous apparaît comme un *proxy* pertinent de la qualité du management. Jusque-là appréciée de façon plus intuitive ou *a posteriori*, elle est pourtant déterminante dans l'évaluation de la qualité opérationnelle présente et future d'une entreprise.

Le contexte réglementaire et législatif de plus en plus attentif aux problématiques ESG incite fortement la communauté financière à valoriser la proactivité et la réactivité des entreprises vis-à-vis de ces impératifs nationaux et internationaux, présents et futurs.

La démonstration de la « matérialité » (qui ne fait pas l'objet ici de notre propos) de certains de ces enjeux (notamment environnementaux, de gouvernance ou relatifs à l'emploi) apparaît de plus en plus probante aux spécialistes des secteurs d'activité « exposés ». Élargissant les notions de risques moyen et long terme, identifiant des opportunités de marché ou de maîtrise des coûts, elle laisse la place désormais, lorsque cela est pertinent, à la modélisation de ces problématiques par les analystes.

Ces arguments, non exhaustifs, sont suffisamment « démocratiques » et consensuels pour ne pas être adressés à une communauté restreinte d'*happy few* engagés ou progressistes. Ils peuvent se prêter parfaitement à une logique d'intégration des enjeux ESG dans le spectre « généraliste » en tant qu'outil d'appréciation de la qualité et de la performance des entreprises.

Les forces motrices actuelles (« drivers »)

Si l'on n'a pas forcément atteint le niveau de maturité suffisant pour une véritable « valorisation » et intégration formalisée des données ESG dans les décisions d'investissement, plusieurs forces invitent les acteurs *mainstream* du marché à s'y intéresser de plus près¹ :

- prévalence de plusieurs problématiques ESG comme critiques : opportunités dans les énergies renouvelables, l'eau, la santé, le changement climatique, les coûts assuranciers, le risque de litige, le risque réputation, la qualité du management... ;
- pression croissante sur les ressources naturelles : prix du baril, rareté des ressources et contraintes en termes de matières premières, demande des consommateurs, pressions amont et aval en matière d'efficacité énergétique, positionnement de fait plus compétitif des énergies renouvelables ;
- Protocole de Kyoto et focus accordé au climat au G8 en 2005 ;

- système de *trading* d'émissions européen (ETS - Emissions Trading Scheme) et prix élevé de la tonne de carbone après 12 mois de *trading* : meilleure quantification des impacts prix/coûts, meilleure évaluation des stratégies déployées ;
- occurrence de nouveaux risques sociaux issus notamment de la mondialisation : exposition croissante aux risques spécifiques aux zones en développement (droits de l'Homme, sida, conditions de travail...) ;
- opportunités reconnues et répétées d'exposer davantage les portefeuilles aux énergies renouvelables avec les introductions en Bourse réussies d'acteurs du renouvelable ;
- crise de confiance sur les marchés : attention croissante portée à la gouvernance ;
- poids d'un engagement fort qui se généralise : collaboration, coalition, l'envoi de messages joints forts (UNEP, EAI...).

Pour autant, malgré ces avancées, une série de freins et obstacles culturels et systémiques existe et met à mal le développement de cette démarche d'intégration...

Obstacles et freins à l'adoption de l'ISR par la communauté « mainstream »

14

Freins culturels, de mentalité

La question de l'horizon temporel d'investissement, fondamentale et inhérente à toute approche ISR, fait l'objet de multiples incohérences sur les marchés.

De nombreuses études montrent que la rémunération du risque est corrélée positivement à la longueur de l'horizon d'investissement. Or, la durée moyenne de détention des titres a dégringolé ces 25 dernières années. Alors que les acteurs des marchés reconnaissent la pertinence d'une approche de long terme, et que l'essentiel de la collecte émane d'institutionnels dont l'horizon d'investissement est, par nature, moyen et long terme (épargne salariale, caisse de retraites et fonds de pension ou assimilés), les horizons temporels d'évaluation de la performance continuent de se réduire...

L'État et le régulateur, quant à eux, ont un positionnement complexe en la matière. D'un côté, ils sont promoteurs de l'indispensable vision long terme, et sont de l'autre désireux d'assurer et de promouvoir une plus grande transparence de l'information. Or, l'exigence d'un *reporting* trimestriel des performances a les répercussions que nous connaissons sur les marchés. Les entreprises sont soumises à la « dictature » des marchés et deviennent obsédées par la réalisation des objectifs de court et moyen terme annoncés, parfois en décalage avec les impératifs de création valeur économique réelle.



En outre, la communauté financière est souvent caractérisée par le syndrome *wait and react* : les gestionnaires d'actifs attendent les signes de leurs clients, les clients des pouvoirs publics et des porteurs finaux, les analystes des gérants, le *sell-side* du *buy side*, les États-Unis de l'Europe... Où s'enclenche le cercle vertueux ?

Un certain conservatisme est à déplorer sur les marchés. La perception selon laquelle tout acte s'écartant substantiellement des pratiques de Place serait cause systématique de désavantage compétitif est assez répandue. On en revient à un classique « dilemme du prisonnier » selon lequel cela n'est de l'intérêt de personne de prendre seul les devants dans une démarche de changement.

La charge de la preuve du respect des objectifs de performance contre un indice et/ou à des niveaux de risques spécifiques incombe au gérant de portefeuille. Il devra donc se positionner quant à sa sensibilité à la prise de risque ; la tentation pour une forme « d'inertie » le pousse potentiellement à se cantonner à des approches connues, approuvées et éprouvées. Or la véritable « intégration » des enjeux ESG dans la logique d'investissement rendra la mise en exergue de sa valeur ajoutée beaucoup moins aisée. Ces mentalités sont-elles suffisamment mûres pour cela ?

Enfin, l'étude du cabinet d'avocats Freshfields (mandatée par l'UNEPFI) met, entre autres, en lumière le large malentendu sur le principe de responsabilité fiduciaire des investisseurs et gestionnaires d'actifs. La responsabilité fiduciaire ne constitue pas une obligation de rentabilité maximum, mais une obligation de prudence et d'un recours aux outils les plus appropriés pour servir l'intérêt des bénéficiaires. L'intégration des thématiques ESG dans le *process* de gestion constitue pour les auteurs un de ces outils appropriés.

Freins systémiques : horizon de placement, compétences, moyens et incitations

L'approche ESG peut être considérée comme moins « commerciale » (dans la relation des analystes aux gérants en tout cas) dans la mesure où elle impose de pousser les frontières temporelles au-delà du futur systématiquement prévisible et quantifiable. Le cadre temporel d'occurrence des impacts ESG identifiés dépasse-t-il la capacité de projection des marchés ou l'horizon de placement ? Les données brutes ESG sont souvent décousues, non auditées, sans comparable historique. Autant de raisons pour expliquer la frilosité potentielle des analystes, artisans de la démarche, non formés et compétents *a priori* à l'étude spécifique de ces problématiques... La séparation formelle des disciplines d'analyse financière et extra-financière dans la plupart des sociétés de gestion contribue largement à cette réticence.

Les moyens engagés et *incentives* mis en place ne sont souvent pas à



la hauteur de l'ambition d'une telle démarche. En effet, le mode de rémunération des analystes, en particulier *sell-side*, et gérants est également un facteur freinant le développement de la prise en compte des facteurs ESG, même si on compte aujourd'hui quelques maisons d'intermédiation intégrant de façon substantielle et chiffrée l'analyse des critères ESG dans la détermination des rémunérations variables de ses analystes.

L'identification de ces freins nous permet de mettre en exergue ce que la volonté de développer une démarche *mainstream* exige dès lors.

Prérequis : ce qu'il faut faire pour bouger

Au niveau des sociétés de gestion

Il nous semble à ce stade indispensable qu'une volonté politique forte des équipes dirigeantes des sociétés de gestion (à l'instar de Groupama Asset Management) soit exprimée. Elle devrait permettre d'institutionnaliser l'engagement ISR des gestionnaires d'actifs et institutions financières. Il s'agirait de développer son écho :

- positionnant l'analyse ESG comme outil d'aide à la décision de gestion : outil d'appréciation du risque et saisie des opportunités, au cœur de l'analyse financière fondamentale ;
- favorisant la collaboration étroite entre analystes financiers et analystes spécialisés (encore indispensables à ce stade) ;
- engageant une démarche de sensibilisation au sein des publics à qui s'adresse la gestion : via notamment la formation et l'éducation des différents acteurs aux enjeux ESG non appréhendés formellement jusque-là, et la fourniture « d'instruments de questionnement » ;
- instaurant des éléments de motivation à travers l'intégration des dimensions ESG dans les systèmes de rémunération ;
- favorisant l'inclusion des enjeux ESG dans les modèles prévisionnels et de valorisation (hypothèses de compte de résultat et bilan, et de taux de croissance moyen terme) lorsqu'elle est pertinente (même si sa systématisation est encore prématuré selon nous, à ce stade) et la formulation de scénarios estimant les impacts potentiels d'enjeux ESG ;
- favorisant les démarches de sensibilisation et d'éducation des clients *mainstream* à la pertinence de l'inclusion progressive mais systématique des enjeux ESG.

Au niveau des clients

Selon nous le *mainstreaming* des enjeux ESG suppose une plus grande cohérence des messages transmis par les clients, notamment institutionnels (fonds de pension, caisses de retraite..., et consultants). Le marché a encore besoin de signaux forts des clients finaux (assurance, fonds de pension, particuliers...).

Il s'agirait, entre autres, de développer des modèles d'évaluation de performance autorisant les *fidéicommissaires*/délégataires de gestion à véritablement supporter des stratégies de long terme. À commencer par l'allongement de la durée des mandats.

Au niveau des entreprises et du régulateur

Les entreprises ont, quant à elles, un devoir de transparence vis-à-vis des investisseurs, mais aussi et surtout d'amélioration de la qualité de l'information ESG dans sa cohérence et son intégrité. Elles doivent s'efforcer de mettre en lumière la matérialité des enjeux ESG identifiés.

Le régulateur n'a-t-il pas un rôle fort à jouer dans :

- l'amélioration de la transparence et de la qualité du *reporting* en matière ESG des entreprises cotées, ou
- la promotion et au moins l'implication dans les initiatives de standardisation du *reporting* ESG des entreprises cotées ?

Parallèlement la montée en puissance de la force de frappe des agences de notation semble nécessaire : en termes de qualité, de réactivité, de couverture géographique et capitalistique, de capacité à sortir de la seule explication du passé.

L'État pourrait également œuvrer pour la promotion de l'éveil aux problématiques ESG dans les cycles universitaires et les grandes écoles.

Au-delà, il s'agit pour les entreprises d'être le plus proactives et dynamiques possibles dans l'engagement et l'implémentation de leur démarche de développement durable.

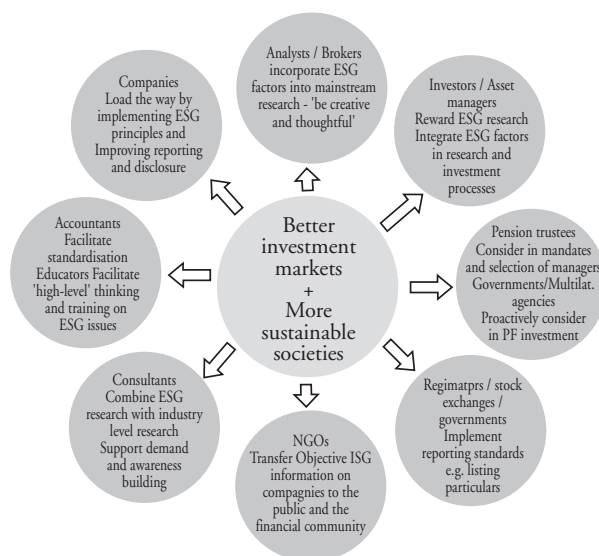
Comme nous l'avons vu, la démarche ISR peut prendre la forme d'une stratégie de niche et de *mainstream*, voire même de *mainstream* parce que de niche... Ces deux approches de l'ISR peuvent, voire même doivent, encore coexister. L'ISR de niche est un catalyseur pertinent et puissant. Il est déterminant dans la diffusion de la réflexion en termes ESG sur les marchés financiers.

Néanmoins, le développement de l'ISR *mainstream* va, selon nous, dans le sens de l'histoire : les investisseurs ne peuvent ignorer la pertinence de la mise en place de ces thématiques. Les obstacles et freins à ce développement sont encore nombreux, la traversée devant les *believers* reste encore longue... La révolution de mentalités que les grandes dynamiques et mutations géopolitiques, environnementales, macro-économiques et idéologiques réclament ne pourra se passer d'une action proactive des décideurs dans le sens d'une sensibilisation et d'une éducation du *mainstream* sur ces problématiques.

Le graphique n° 1, issu du rapport de l'IFC *Who cares wins*, montre bien que les parties prenantes de l'ISR sont multiples : leur rôle respectif,

leurs interactions et dialogues sont indispensables et seront déterminants dans l'adhésion des marchés *mainstream* à la démarche ISR.

Graphique n° 1
Financial sector actors and roles
(as identified in the "Who Cares Wins" report)



18

Ne sommes-nous pas en attente du *Tipping Point* qui ancrera la démarche dans les mentalités ? Selon Malcolm Gladwell dans « *The Tipping Point : How Little Things Can Make a Big Difference* », « la vertu d'une pandémie, après tout, est qu'un facteur isolé [un *tipping point*] peut la démarrer, elle peut ainsi se diffuser très vite ». La question est de savoir quel sera ce *tipping point*...

S'agira-t-il d'une crise sociale ou environnementale majeure (de même que le point de départ réel de la prise de conscience sur les marchés a correspondu au scandale Enron en termes de gouvernance) ? S'agira-t-il de la « surperformance » avérée tant attendue des produits de niche ?

Faudra-t-il un accident majeur dans le monde de l'investissement financier pour que l'ISR prenne toute sa dimension ? Ce serait un comble car toute sa philosophie est bien d'identifier et de prévenir les risques systémiques et *corporate* !

NOTE

1. Le rapport de l'International Finance Corporation - IFC (Banque Mondiale) *Who Cares wins* Août 2005 explore plusieurs de ces forces en détail.