



GESTION D'ACTIFS

L'ESG à l'épreuve du cas Orpea

Peut-on avoir une confiance aveugle dans les produits estampillés ESG ou ISR ? Les révélations faites dans le dossier Orpea laissent comprendre que l'analyse extra-financière est encore très perfectible. Ce dont ont bien conscience la plupart des gérants et sociétés de gestion qui voient dans cet « incident de parcours », un catalyseur susceptible d'améliorer les process. L'Europe a bien conscience du problème qui travaille à la standardisation des reportings ESG.

Pascale Besses-Bourmard

Les mauvaises surprises découvertes dans le cadre du dossier Orpea ne sont pas une première. Plusieurs entreprises ont déjà été prises en flagrant délit de mensonge par le passé. Comme Volkswagen dans le cadre du « dieselgate ». Ces révélations viennent à chaque fois remettre en question la sincérité des entreprises sur leur politique responsable et environnementale et surtout l'efficacité des agences de notation dans leur travail de filtrage des bonnes pratiques. Révélations qui ne font pas les affaires des sociétés de gestions, toutes à la manoeuvre pour promouvoir et commercialiser des offres ESG/ISR.

Le cas Orpea vient, en tout cas, mettre au grand jour les faiblesses de cet investissement puisqu'il repose essentiellement sur du déclaratif et sur la confiance. Confiance donnée aux multiples labels et agences de notation chargés de faire le travail d'enquête, de décryptage et d'analyse avant d'apposer leur tampon. Il vient aussi mettre en exergue l'hétérogénéité des analyses extra-financières, et leur difficile interprétation. « L'ESG n'est pas une baguette magique. Il est impossible d'éviter toutes les controverses même aussi sévères. Vous remarquerez que les agences de notation financière traditionnelles et avec elles l'analyse financière classique, qui ont plus de 100 ans, ne sont pas, non plus, à l'abri d'être prises en défaut. Alors imaginez les agences de notation extra-financières et l'analyse extra-financière au sens large qui sont beaucoup plus jeunes, il y a forcément avec plus de maturité de la marge de progression », commente Frédéric Ponchon, associé gérant chez Sycomore AM, société de gestion engagée qui investit selon une démarche responsable depuis près de 15 ans. « Dans cet univers de l'ESG, on n'est pas à l'abri d'une fraude, n'y d'en découvrir d'autres à l'avenir. Il ne faut toutefois pas remettre en question l'intégralité du travail réalisé par les agences

Evolution de la collecte nette annuelle sur les fonds et ETF ISR



Source : Faider / Quantalys

de notation. Si ces dernières permettent d'obtenir des données riches, comparables et relativement homogènes, il est difficile de se fier uniquement au scoring qu'elles effectuent. Il faut recontextualiser chaque dossier, multiplier les sources d'informations (via des associations, des syndicats, des ONG, etc.), utiliser les moyens internes et aller systématiquement au-delà des questionnaires envoyés aux entreprises », souligne Aurélie Baudhuin, directrice de la recherche ISR chez Meeschaert Amilton AM. « Les labels sont effectivement très perfectibles. La finance n'est pas une science exacte. Mais les labels sont en train d'être revisités et l'on s'achemine vers des standards plus stricts, une taxonomie d'abord environnementale puis sociale, un langage commun grâce justement aux déconvenues qui servent de catalyseurs. C'est l'occasion de devenir plus exigeant », estime de son côté, Michel Escalera, le nouvel homme fort de Palatine AM, arrivé en juillet 2021. Quant aux analystes, la grande majorité n'est pas en reste pour montrer du doigt les lacunes : « La matière première n'est pas à la hauteur des attentes des analystes et des

gérants », affirme ainsi Martine Léonard, la nouvelle présidente de la SFAF (Société française des analystes financiers) et de la commission Analyse extra-financière. De fait, si les professionnels s'entendent pour dire que la gestion ESG manque d'une méthodologie lisible par tous, ils n'hésitent pas quand même à mettre beaucoup d'argent sur la table pour développer une offre ESG ambitieuse. Et ce, en étoffant surtout leurs équipes de responsables dédiés à cette stratégie d'investissement.

Quelle appétence en matière de durabilité

Mais cette bonne volonté permet-elle d'offrir des produits réellement verts et responsables ? « Il n'est plus possible aujourd'hui de passer à côté de cette gestion ne serait-ce que pour des raisons réglementaires, ajoute Michel Escalera qui rappelle qu'au-delà des questionnaires habituels pour connaître l'appétence des clients au risque, il faudra bientôt les questionner sur leur appétence en matière de durabilité. Et si les encours des fonds ESG/ISR augmentent à vitesse grand V c'est >>>





« Il y a un réel problème de notation ESG »

Entretien avec
Vincent Auriac, président d'Axylia

Le patron d'Axylia est sévère avec les méthodes actuelles de l'analyse extra-financière. Pour lui, le problème majeur réside dans les émissions carbone des entreprises qui risquent de leur coûter très cher. Il nous détaille ses propositions d'amélioration.

Comment analysez-vous le cas Orpea ?

C'est un accident industriel qui n'est pas reluisant, les clients ont perdu 3,5 milliards d'euros dans l'affaire. Cela dépasse l'ISR. Et ce, d'autant plus que le titre était suivi par de nombreux analystes, qui se disent aujourd'hui choqués. Les signaux étaient nombreux (livres, reportages, rapports parlementaires...). Cela démontre bien que l'accumulation d'analyses extra-financières ne suffit pas. Certains passages ou oublis des rapports financiers auraient dû interpeller sur les risques du business de l'entreprise.

Mais les analystes et les gérants disent qu'ils manquaient d'infos pour pouvoir se faire une réelle idée. Ne croyez-vous pas que c'est avant tout un problème de communication ?

Dans le domaine de la santé, je vous renvoie à un livre écrit en...2019, « Maman, tu verras tu seras bien », où tout était déjà écrit sur la maltraitance en maison de retraite. Dès 2018, le travail d'engagement de certains gérants révélait un manque d'informations sur Orpea. Cela ne les a pas empêchés de conserver leur participation voire de renforcer. Il y avait donc de sérieux signaux avant-coureurs et peu de monde a voulu les voir.

Ce cas va-t-il servir d'électrochoc ?

Ce qui est symptomatique dans ce dossier Orpea, c'est qu'il ne s'agit pas seulement d'un problème sociétal. C'est un problème financier. Au regard du rapport annuel de la société, il était évident que sa structure financière était fragile. Toute augmentation des effectifs (au-delà de 0,6 salarié par patient) l'aurait mis en pertes. Cette seule fragilité aurait dû éveiller les craintes des analystes. Il y avait beaucoup de marketing lors de l'émission d'obligations de 500 M€ réalisée en mars 2021. Il a suffi d'un tampon d'une agence de notation pour que l'émission devienne durable et soit sursouscrite ! Pour la petite histoire, Orpea surutilisait les ODD (11 ODD cochés sur 17) dont le n°3, « bonne santé, bien-être » est relatif à son métier.

Faut-il revoir dès lors la façon de noter les entreprises et les gestions ?

Cette affaire démontre clairement que l'analyse ESG n'a pas fonctionné. Qu'elle ne regarde pas les bons paramètres. Il y a un réel problème de notation ESG qui rejaille en bout de chaîne

sur le Label ISR qui se contente d'éliminer les 20 % moins bons de chaque catégorie. Ce Label vient d'être renouvelé avec une nouvelle gouvernance. Espérons qu'il va prendre les mesures qui s'imposent pour mieux discerner les bons élèves des mauvais.

Que faut-il faire alors ?

Il serait bon, déjà de mieux prendre en compte la dimension sociale qui, pour l'heure, est le parent pauvre de l'analyse ESG. Chez Axylia, en 2019, nous avons envoyé un questionnaire à l'ensemble des sociétés du CAC 40 pour qu'elles nous donnent les salaires moyens pratiqués chez elles. La moitié n'a pas répondu. Faute de chiffres satisfaisants, nous avons été obligés de fermer ce chapitre.

Ce qui est primordial, c'est d'avoir une réelle idée des émissions de CO2 des sociétés. Car le problème le plus préoccupant est bien celui du changement climatique. Or, 99 % des gérants ne regardent aujourd'hui que 20 % du sujet en se bornant à considérer les scopes 1 et 2 des émissions. De la sorte, les gérants prennent très partiellement en compte la donne carbone. Or, des économistes du climat ont récemment évalué la tonne de carbone qui pourrait valoir 230 € en 2030. A terme, la facture du carbone est ainsi appelée à devenir considérable et particulièrement pénalisante pour les entreprises les plus émettrices.

« Dès 2018, le travail d'engagement de certains gérants révélait un manque d'informations sur Orpea »

Des outils efficaces existent-ils d'ores et déjà ?

Ce que l'on oublie, dans tout cela, c'est le client. Car lorsqu'il découvre qu'il a en portefeuille des valeurs finalement peu vertueuses en matière environnementale et/ou sociétale, il est déjà trop tard. Raison pour laquelle nous avons mis en place chez Axylia un scoring des émissions carbone des entreprises. Et lorsque ce score est D, E ou F, soit les moins bonnes notes, nous ne regardons même pas le dossier. Depuis la mi-février, nous avons même mis en ligne le site scorecarbone.fr où chaque épargnant peut calculer gratuitement le risque carbone des valeurs qu'il a en portefeuille. Nous venons également de lancer le « Clean Score » afin de noter les sociétés de gestion les plus vertueuses, en regardant le profil carbone de leurs investissements, la place des femmes dans leurs effectifs et leur mécénat (temps et dons aux associations). Autant de paramètres que tous doivent désormais avoir en tête, y compris les CGP et les clients finaux, pour faire leurs choix. ●



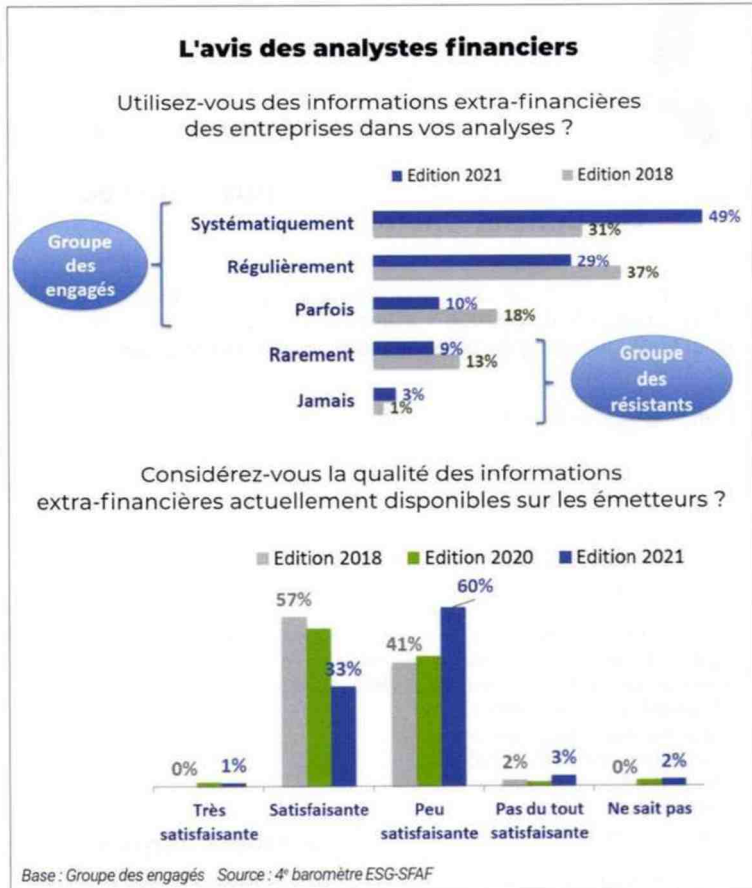
aussi parce que les maisons de gestion font le forcing sur leur commercialisation et ne lancent plus que des produits de ce type. Il est donc primordial pour le client final d'en savoir plus sur ce qu'il achète.



« Il faut recontextualiser chaque dossier, multiplier les sources d'informations, utiliser les moyens internes et aller systématiquement au-delà des questionnaires envoyés aux entreprises »

Aurélie Baudhuin
Responsable de l'analyse ESG
Meeschaert Amilton AM

Depuis deux ans, le sujet du réchauffement climatique est au cœur des préoccupations de tous. Et depuis lors, les financiers n'ont eu de cesse de chercher et trouver des indicateurs permettant de mesurer les bons et mauvais élèves en matière d'émissions carbone, de pollution, de préservation de la biodiversité ou des océans. C'est sans doute de ce côté-là que la mesurabilité est la plus avancée. « L'Europe est en train de bâtir une taxonomie verte qui devrait faire avancer le sujet du reporting et son uniformisation », convient Aurélie Baudhuin pour qui la taxonomie sociale est toutefois en retard mais pourrait à son tour progresser grâce à des actions d'engagements collectifs. « Dans ce domaine, come dans celui du climat, il faut être concret. Il faut identifier les signaux les plus pertinents et s'y conformer dans le temps. Les ODD sont certes trop larges mais c'est pour l'instant une grammaire commune permettant aux professionnels de travailler à partir d'un socle commun », détaille-t-elle.



Le mouvement est lancé

Autre point sur lequel les financiers s'accordent, c'est que le mouvement est lancé et qu'il va emmener avec lui toutes les entreprises mondiales et tous les acteurs de la finance. « Non seulement la prise en compte des critères extra-financiers ne coûte plus de la performance, comme c'était le cas il y a encore quelques années, mais un processus vertueux de meilleure performance se met en place et s'accroît en faveur des acteurs les plus impliqués... c'est une excellente nouvelle pour l'avenir de la finance, de la planète... et pour nous tous ! » lance le responsable de Palatine AM. De même, les clients finaux se sont-ils emparés de ce sujet de l'investissement responsable et réclament des solutions vertueuses tant au niveau de l'environnement que de la gouvernance dans les entreprises. « Mes clients sont mêmes prêts à perdre quelques points de rentabilité pour avoir des placements ESG ou ISR. Pour cela ils nous poussent à challenger toujours plus les socié-

tés de gestion, quitte à proposer eux-mêmes des exclusions particulières », assure Magali Duval, directrice de la gestion privée au sein du family office Kimpa. Sur ce terrain, ses clients sont d'ailleurs plus attirés par des entreprises non cotées. Souvent plus récentes que les grandes sociétés cotées, elles ont plus de facilités à structurer une approche vertueuse de leur business model et de leurs pratiques. Il est clair que pour que les labels et agences de notation puissent travailler correctement, il faut que les entreprises sur lesquelles ils se penchent soit sincères et convaincues qu'elles doivent avancer dans cette direction de la durabilité. Et pour cela, rien de tel que des aiguillons réglementaires. L'Europe s'est emparée du sujet il y a deux ans. Son objectif : influencer la définition de standards d'informations extra-financières à l'échelle internationale. L'ESMA (l'autorité européenne des marchés financiers) a commencé par lancer un appel à contributions auprès de toute la chaîne des acteurs de l'investissement ESG/ISR >>>



« Les scandales poussent au durcissement des réglementations »

Entretien avec
Léa Dunand-Chatellet, directrice du pôle « Investissement responsable »
DNCA Investments

Depuis sa création en 2000, DNCA Investments a une approche éthique autour de la gouvernance. En 2018, la société de gestion – affiliée à Natixis Investment Managers – recrute Léa Dunand-Chatellet en qualité de directrice du pôle « investissement responsable ». Nous lui donnons la parole.

L'inflation réglementaire ne montre-t-elle pas ses limites ?

Au-delà des critères et des filtres utilisés dans une gestion responsable, la question se pose effectivement de savoir comment éviter d'être pris au piège si un scandale surgit ou qu'une fraude est révélée, sachant que l'implication sur le cours de Bourse peut être très violente. Ce qu'ont montré les affaires Maxwell et Rio Tinto au Royaume-Uni, Enron aux Etats-Unis, Parmalat en Italie, Volkswagen et Wirecard en Allemagne ou Solutions 30 et Orpea en France. Dans le cas d'Orpea, il faut souligner que la réaction boursière est le fruit d'une controverse et non pas de mauvais résultats financiers. Même vigilants, les investisseurs ne peuvent prétendre être totalement immunisés contre le risque qu'une entreprise voie un jour sa réputation lourdement entachée (harcèlement, pollution, gouvernance sujette à caution, comptabilité opaque...). Que ce soit au niveau local ou à l'échelon international, les évolutions de l'arsenal réglementaire dans la sphère extra-financière leur permettent toutefois d'avoir une meilleure connaissance des enjeux liés à la finance durable. L'ISR va continuer à se réformer, et ce dans le sens d'une plus grande transparence. L'idéal serait d'avoir une clé de lecture commune. Les scandales font progresser la réglementation.

Sur quoi vos efforts portent-ils ?

Nos choix ne doivent pas être pris en défaut. Il en va de notre crédibilité. L'analyse des comptes ne suffit pas. Le comportement du management est crucial. Nous faisons donc tout pour nous assurer de la bonne gouvernance des entreprises. Depuis trois ans, nous mettons de plus en plus l'accent sur les aspects sociaux et environnementaux, pour répondre à la demande et pour mieux gérer les risques. Si le déclaratif est important, encore faut-il des preuves concrètes – notamment quand il s'agit de fonds à impact – de ce qu'avancent les uns ou les autres, entreprises cotées comme gestionnaires d'actifs. Afin de sélectionner les sociétés et laisser de côté celles

qui pourraient faire l'objet de graves remises en cause, nous faisons l'intégralité de notre recherche extra-financière en interne, avec une équipe dédiée. La qualité de la donnée est déterminante. Nous rencontrons les dirigeants, visitons des sites d'entreprise, regardons ce qu'il y a sous le capot et interprétons les signaux faibles. Pour en revenir au dossier qui défraie la chronique, dans les fonds SFDR 9 que je gère, nous n'avons plus d'actions dans les maisons de retraite depuis 2020 et n'avons jamais eu d'Orpea. Notre notation n'était pas conforme à nos critères d'éligibilité. L'économique et le durable se rejoignent. Dans l'ISR, il y a de la place pour une gestion de conviction. Nous veillons, en outre, à ce que les portefeuilles soient cohérents avec le discours que nous tenons. Nous soignons nos reportings, qui offrent une vue exhaustive des portefeuilles sur notre site Internet. Vous ne pouvez pas raconter tout et n'importe quoi ! La confiance est essentielle.

« Même vigilants, les investisseurs ne peuvent prétendre être totalement immunisés contre le risque qu'une entreprise voie un jour sa réputation lourdement entachée »

Des sociétés pour illustrer vos convictions ?

Seb (petit électroménager), qui anticipe des modes de consommation rejetant l'obsolescence programmée et mettant en valeur la réparabilité, figurent parmi nos préférées, aux côtés de deux autres sociétés françaises comme BioMérieux (diagnostic) et Dassault Systèmes (écoconception, modélisation industrielle). Entre autres émetteurs, nous apprécions également le Suisse Geberit (sanitaires, canalisations),

qui se préoccupe du cycle de l'eau, ainsi que l'Allemand Rational AG (appareils de cuisson, accessoires de cuisine) et l'Autrichien Mayr-Melnhof Kart (pâte à papier, carton).

Si vous deviez citer un fonds ?

DNCA Invest Beyond Semperosa (actions de l'eurozone). Mais DNCA Invest Beyond Climate (actions européennes) et DNCA Invest Beyond Alterosa (fonds mixte patrimonial) mériteraient aussi d'être mentionnés. ●

Propos recueillis par Michel Lemosof





– que ce soit les fournisseurs de notation ESG que les utilisateurs de ces notations et les entités évaluées par les fournisseurs de nota-



« La loi a valeur d'exemple, et c'est bien. Mais celle-ci ne doit pas être trop normative au risque de dénaturer la volonté initiale de mieux évaluer l'engagement ESG des entreprises »

Frédéric Ponchon
Associé gérant
Sycomore AM

tions. Cette action vient de trouver sa concrétisation par l'adoption, le 24 février dernier, sous l'impulsion de la présidence française, d'une position commune des Etats membres sur une directive, étape décisive dans l'élaboration d'un cadre réglementaire européen pour la finance durable. A terme, les entreprises de

plus de 250 salariés ou les sociétés cotées devront désormais traduire leur politique environnementale, sociale et de gouvernance dans des documents d'information standardisés, justifiés et certifiés. « Cela signifie une plus grande transparence pour les citoyens, les consommateurs et les investisseurs, afin que les entreprises puissent jouer pleinement leur rôle dans la société. C'est la fin du greenwashing. L'Europe fixe aujourd'hui les normes de référence extra-financières rigoureuses de demain, à la hauteur de nos ambitions environnementales et sociales », s'est félicité, à cette occasion, le ministre de l'économie, Bruno Le Maire. Frédéric Ponchon se veut toutefois plus mesuré sur l'indispensable introduction d'une standardisation réglementaire : « La standardisation est essentielle mais ne fait pas tout et ne doit pas tout faire. Chaque secteur a ses propres spécificités et doit être étudié au cas par cas pour bien analyser le profil ESG d'une entreprise. La loi a valeur d'exemple, et c'est bien. Mais celle-ci ne doit pas être trop normative au risque de dénaturer la volonté initiale de mieux évaluer l'engagement ESG des entreprises », ajoute Frédéric Ponchon, qui préfère le pragmatisme au dogmatisme.

Des engagements collectifs

Pour amorcer un véritable tournant, il faut, certes, que tout le monde joue la même partition. Et pour cela, il est vrai que les gérants de fonds à la tête de très nombreuses participations dans des entreprises auront un rôle clé à jouer. Et certains n'hésitent pas à clamer haut et fort leurs intentions. Comme Allianz GI qui a récemment présenté sa feuille de route en matière d'engagement actionnarial. La société de gestion s'est ainsi dit prête à s'opposer aux propositions des sociétés dans

laquelle elle investit ne répondant pas à ses attentes, et à remplir son devoir d'agir dans l'intérêt des clients en examinant chaque résolution. Allianz GI attend des grandes capitalisations européennes qu'elles incluent des indicateurs de performance ESG dans les politiques de rémunération des dirigeants, et, en 2023, s'opposera aux politiques de rémunération qui ne le font pas. « En tant que gérant de fonds, nous sommes effectivement en pole position pour insuffler des transformations. Car au-delà de la sélection de valeurs, ce que nous privilégions pour générer de l'impact, c'est l'engagement auprès des entreprises pour faire évoluer leurs pratiques. Pour nos analyses, nous ne faisons pas vraiment appel aux notes des agences ou aux fournisseurs de données qui sont parfois des boîtes noires. Nous nous forçons notre propre opinion en rencontrant toutes les parties prenantes de l'entreprise et en nous appuyant sur un grand nombre de données n'émanant pas seulement de la société », explique également Frédéric Ponchon qui pense que l'engagement actionnarial est un aiguillon poussant les sociétés à s'améliorer. Individuellement ou de façon collaborative, comme dans le cas de la résolution déposée il y a deux ans avec dix autres investisseurs à l'AG de Total, lui réclamant de détailler la mise en œuvre des objectifs de l'Accord de Paris.

Toutes les sociétés de gestion, banques et compagnies d'assurance proposent aujourd'hui de très nombreuses offres de produits ESG, ISR voire à impact. Tous ces acteurs ont intérêt à démontrer que leurs gestions sont réellement vertueuses. Ils sont donc preneurs des mesures susceptibles de légitimer leurs approches en ce sens.

« On est entré dans l'ère juridique de la RSE et les nouvelles normes foisonnent, ce qui fait que les investisseurs institutionnels sont en plein travail d'adaptation, et que les investisseurs individuels peuvent encore avoir du mal à s'y retrouver. Les labels et notations sont utiles, mais il est difficile de leur reconnaître une valeur certaine, car on manque encore de référentiels et de contrôles. On peut être critique sur certains aspects de la RSE en général, mais il faut quand même reconnaître les progrès réalisés.

Il n'y a pas si longtemps, les rapports annuels des entreprises ne consacraient que quelques pages aux aspects sociaux et environnementaux de leur activité ; cette année, on trouve près de 80 pages sur ces sujets ! Les bonnes pratiques se diffusent : d'une part, le devoir de vigilance imposé par la loi aux grandes entreprises françaises va être redéfini au niveau >>>

»»»



« Pour qu'une analyse ESG soit digne de ce nom, il faut qu'elle soit associée à une politique d'engagement »

Entretien avec

Marie-Pierre Peillon, directrice de la recherche et de la Stratégie ESG chez Groupama AM, présidente de la commission « Finance Durable » de l'AFG, ancienne présidente de la SFAF

Si cette responsable de la recherche ISR estime que l'analyse ESG est encore loin de la maturité, elle y voit le moyen de faire pression sur les entreprises pour qu'elles améliorent leurs standards. Pour elle, l'étape suivante est clairement celle de l'impact.

Que pensez-vous de l'incident de parcours d'Orpea qui fait, certes, suite à d'autres incidents par le passé comme le dieselgate ?

Lorsque je présidais la SFAF, il y a une dizaine d'années, j'avais déjà identifié le besoin de développer une analyse extra-financière pour mieux intégrer le sujet de l'ESG à l'analyse financière. Aujourd'hui de grands pas ont été réalisés dans cette direction. Mais l'analyse ESG est encore loin de la maturité. Des incidents de parcours sont inévitables car elle ne dispose pas de données standardisées, normalisées. Pour un auditeur externe, le travail est très compliqué et il ne peut donner que des assurances modérées et non pas raisonnables. Dans le cas d'Orpea, le groupe cochant un grand nombre de cases et il n'était donc pas possible d'avoir tous les tenants et aboutissants du dossier.

Y-a-t-il un coupable plus particulier ?

Comme lors des problèmes de titrisation en 2007, il n'y a pas un fautif particulier. C'est tout l'écosystème qui aurait dû enquêter, alerter. Et ce, ne serait-ce qu'au regard des statistiques démographiques. A un horizon pas si lointain, le rapport Inactifs/ Actifs va s'inverser, le budget de l'Etat ne pourra pas faire face aux besoins exponentiels du financement de la dépendance. Il est donc normal et nécessaire que les investisseurs privés s'intéressent à ce financement mais en tant qu'investisseur responsable, il devient maintenant primordial d'améliorer les process et leur encadrement. Cette thématique du vieillissement, c'est l'affaire de tous.

Une analyse ESG ou ISR est-elle garante d'une politique vertueuse en matière de sélection de valeurs ?

Pour qu'une analyse ESG soit digne de ce nom, il faut qu'elle soit associée à une politique d'engagement. Celui-ci peut être individuel ou collectif. Pour pouvoir faire pression sur les entreprises pour qu'elles améliorent leurs standards en matière environnementale, sociétale ou de gouvernance, il est effectivement plus efficace d'arriver à plusieurs et de faire état d'encours sous gestion cumulés conséquents. Chez Groupama AM, nous avons déjà réalisé des engagements individuels et envoyé plusieurs demandes groupées auprès de plusieurs entreprises pour qu'elles s'engagent à améliorer leurs process.

Cette analyse ESG/ISR appelle-t-elle d'autres évolutions ?

L'étape suivante est clairement celle de l'impact. C'est en démontrant quel impact aura notre politique ESG/ISR sur

l'environnement ou sur la société que l'on pourra être sûr d'avoir fait les bons choix et insufflé les bons changements. Pour l'heure, il manque toutefois les bons outils de mesurabilité. Tout le monde travaille, certes, à trouver des paramètres pertinents, homogènes et reproductibles à l'échelle européenne. On n'y est pas encore. Mais cet outil est en train de se construire.

Il existe pourtant d'ores et déjà un grand nombre d'outils de mesure, comme les différents labels...

Le label est effectivement une garantie donnée à l'investisseur. Le Label ISR définit un cahier des charges, le labélisateur vérifie que le process d'intégration est respecté. Est labélisé, celui qui coche toutes les cases de ce cahier. Mais il n'existe toujours pas, à ce jour, de méthodes harmonisées dans la gestion des fonds ESG. Créé en 2015, le Label ISR est très perfectible. C'est bien la raison pour laquelle il vient d'être réorganisé avec la mise en place d'une nouvelle gouvernance dont je fais partie.

Et la nouvelle réglementation SFDR ?

D'abord, il faut savoir que cette réglementation est fondée sur le principe du déclaratif. Ce sont donc les sociétés de gestion qui déclarent si leurs fonds sont classés en catégorie 8 ou 9. Pour l'heure, la grande majorité des fonds européens a été classée article 8, plus rarement article 9. A voir ce que l'on retrouve exactement derrière ces déclarations. Une revue exhaustive des documents des sociétés de gestion réalisée par Morningstar les a conduits à réduire de 27 % le nombre de fonds durables européens, soit une baisse de 1 200 fonds représentant 1 200 Md€ d'encours. Il s'agit d'une erreur de jeunesse de la part des déclarants, ces problèmes vont vite être réglés. Il en va de la réputation des acteurs concernés.

Vous êtes donc optimistes sur le potentiel d'amélioration de ces outils de mesure ?

Tout à fait, car le problème est pris à bras le corps par tout le monde. Les clients et les distributeurs posent de plus en plus de questions et attendent des réponses adéquates. Toutes les parties prenantes sont de plus en plus formées et montent en compétence. De son côté, l'AMF vient de créer une certification volontaire « Finance Durable ». Quant à l'AFG, la commission Finance Durable que je préside est largement à la manœuvre pour faire avancer les sujets les plus préoccupants comme celui de l'impact. Nous sommes 100 membres dans cette commission. De quoi nourrir les échanges et avancer dans le bon sens. ●





»» européen par une directive; d'autre part, les entreprises moins importantes doivent s'engager dans cette voie à la demande de leurs clients, banquiers ou investisseurs.



« Les labels sont en train d'être revisités et l'on s'achemine vers des standards plus stricts »

Michel Escalera
Président
Palatine AM

L'idée générale est que l'on peut ainsi créer de la valeur, mais aussi éviter d'en détruire en faisant l'impasse sur des questions qui deviennent vitales pour les entreprises », estime Pierre Louis Périn, avocat au sein du cabinet Bersay, grand spécialiste des sujets de RSE. Pour lui, l'apparition, dans le cadre de la loi Pacte, de la raison d'être et du statut d'entreprise à mission en sont de bons reflets. Si la raison d'être ne présente à ses yeux pas grand intérêt au regard des manifestations marketing qu'elle a déjà suscitées, le statut d'entreprise à mission est beaucoup plus intéressant car exigeant et susceptible de changer la donne. « Cela permet d'installer à l'intérieur de l'entreprise des personnalités extérieures, capables de tirer les sonnettes d'alarme et d'inspirer des nouvelles pratiques », assure l'avocat.

L'aiguillon de la réglementation

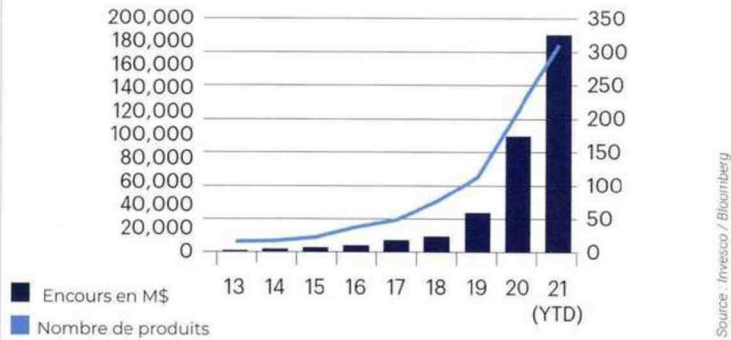
« La réglementation devrait favoriser une structuration de l'analyse extra-financière. Pour l'heure, celle-ci a fait ce qu'elle a pu avec les moyens du bord. Et le cas Orpea est finalement salutaire car il a permis de voir là où cela péchait. Ce qu'il faut avoir en tête c'est que l'ESG est différent de l'impact, ce dernier étant beaucoup plus exigeant en matière d'intentionnalité, d'additionnalité et de mesurabilité », assure Magali Duval ■

L'implication ESG des ETF

Déjà qu'il n'est pas évident de déterminer la véritable implication ESG des entreprises, qu'en est-il de celle des ETF qui ont pour vocation de répliquer des indices comprenant un grand nombre de valeurs ? L'appétit des investisseurs pour ces produits n'est plus à démontrer. Ils ont effectivement l'avantage d'être peu chargés en frais, très liquides et susceptibles de s'adapter à tout type d'allocation (court ou long terme). L'intérêt pour les ETF dits ESG est tout aussi exponentiel depuis plusieurs années (voir graphique ci-contre). Ces ETF répliquent des indices « customisés » par leurs fournisseurs. Chacun d'entre eux ont leur propre politique de sélection en fonction de thématiques variées (climat, biodiversité, préservation des océans, etc.). Mais là encore, ces sélections sont très empiriques en se fondant sur des indications déclaratives des entreprises. En outre, les indices servant de sous-jacent pratiquent surtout des politiques d'exclusions (tabac, charbon, armes) sans être forcément très exigeants avec les autres valeurs¹. « Chez Invesco ETF, il y a différentes manières d'intégrer de l'ESG pour répondre aux convictions et besoins des investisseurs, pour cela nous travaillons avec plusieurs fournisseurs. Les indices répliqués par nos ETF se basent sur des méthodologies claires et transparentes pour atteindre leurs objectifs. Il y a un travail important de discussion avec le fournisseur et de recherche fondamentale pour définir la méthodologie ESG la plus appropriée (Best-in-class, filtres d'exclusions, impact etc.) », précise Julien Valarcher, directeur des ventes ETF chez Invesco France. De fait, la société de gestion d'actifs propose notamment plusieurs ETF répliquant des indices sur la thématique climatique ne retenant que des valeurs à faible taux d'émission carbone. « Et quand certains estiment que les ETF ne sont pas responsables en ne votant pas aux AG, je leur réponds que c'est faux puisque nous travaillons en étroite collaboration avec des entreprises spécialisées dans le proxy voting et nous avons développé un outil interne permettant de lier le vote de notre gestion passive à celui de nos gérants actifs. » Il reconnaît toutefois que l'offre morcelée sur l'ESG, que ça soit en gestion active ou passive, est due à un manque de normes uniformisées en matière d'analyse ESG.

1. Dans le cas de l'ETF ESG obligataire sur les entreprises américaines de DWS, l'indice sous-jacent applique des filtres ESG conformes à la méthodologie ISR mise en place par MSCI, excluant les entreprises notées BB ou moins par MSCI ESG Research, les émetteurs dont le score MSCI ESG Controversies est inférieur à 1 et les sociétés dont les activités sont fortement mises en cause. De surcroît, relever du secteur de la défense est éliminatoire. Finalement, 30 % des émetteurs de l'indice d'origine sont supprimés.

Les ETF ESG UCITS au 31 août 2021





« Prudence et transparence sont au cœur de notre démarche ESG »

Nos questions à

Alix Faure, head of responsible development
et **Sébastien Thévou-Chabuel**, head of responsible investment, gérant et analyste ESG

Comgest mixe depuis toujours les critères financiers et extra-financiers sous l'angle double de la qualité et de la croissance. Alix Faure, head of responsible development, et Sébastien Thévou-Chabuel, head of responsible investment, gérant et analyste ESG, apportent leur éclairage sur l'ISR.

Quels commentaires certaines dérives vous inspirent-elles ?

Sébastien Thévou-Chabuel : La difficulté à appréhender ce qui relève de l'extra-financier tient essentiellement à sa complexité. La solution pour ne pas qu'il devienne insaisissable passe donc par une simplification. Un examen de toutes les données disponibles reste nécessaire, mais nous n'aurons jamais le même degré de certitude qu'avec les éléments financiers. Pour que ses discours soient sincères et authentiques, il faudrait que le dirigeant ait quelque chose à perdre, qu'une partie de son patrimoine soit à risque ou, même, qu'une peine de prison puisse être prononcée contre lui. Sinon, rien ne l'empêche de dire n'importe quoi !

Alix Faure : L'actuelle réglementation extra-financière, qui exige de plus en plus de transparence de la part des investisseurs, ne concerne pas encore suffisamment les émetteurs. Une situation qui gagnerait à être rapidement corrigée. Autre point à souligner : il faut traiter l'extra-financier comme le financier. Or, il n'y a pas deux sociétés de gestion qui font la même analyse financière. A nous d'être capables de justifier nos choix d'investissement, comme nos votes en assemblée générale.

Comment faire pour séparer le bon grain de l'ivraie ?

STC : Nous disposons d'une grande capacité de recherche pour prendre en considération les multiples facettes du développement durable. Analystes et gérants « retournent toutes les pierres » ! Nous évaluons chaque dossier à l'aune d'un faisceau d'indices. Comme un détective ! Ce dont il faut s'assurer, au-delà de leur vision stratégique, c'est de l'honnêteté des décideurs. Un test très utile consiste à se poser les questions suivantes : « Est-ce que tout ce que l'entreprise raconte dans son rapport annuel est cohérent avec ce que l'on peut lire dans son rapport de développement durable ? » et « Est-ce que les objectifs ESG qu'elle se fixe ont un sens par rapport à sa stratégie et son modèle économique ? ». Il nous appartient de toujours faire preuve de prudence. S'agissant d'Orpea, devant une absence flagrante d'alignement des intérêts, les titres que nous détenions ont été vendus.

AF : Il y a un travail de longue haleine à accomplir. On peut toutefois craindre qu'il n'y ait deux types de normes extra-financières, européennes et anglo-saxonnes, qui ne convergeraient pas entièrement.

A quels fournisseurs de données avez-vous recours ?

STC : Sustainalytics, MSCI ESG Research, RepRisk, Trucost, BoardEx, Bloomberg et ISS-ESG. Cependant, 90 % de nos décisions sont prises sur la base de notre recherche interne.

Quel est votre principal facteur de différenciation ?

AF : Nous accordons beaucoup de temps aux équipes pour qu'elles approfondissent leur connaissance des sociétés et qu'elles creusent les fondamentaux.

« Il faut traiter l'extra-financier comme le financier. Or, il n'y a pas deux sociétés de gestion qui font la même analyse financière »

STC : Nous faisons le lien entre qualité extra-financière et qualité financière des entreprises, ce qu'un algorithme ne peut pas faire. Au demeurant, il serait vain d'essayer de savoir ce qui, dans une performance, provient de l'extra-financier ou du financier. On ignore où placer le curseur.

Vos encours sont-ils globalement « responsables » ?

AF : 97 % de nos encours en fonds ouverts sont gérés avec une

intégration ESG. Ils sont également classés Article 8 de la SFDR. Nous avons un certain nombre de produits labellisés (LuxFLAG, FNG, Towards Sustainability), mais nous ne faisons pas la course à la labellisation.

STC : Nous n'avons jamais confondu ISR et marketing. Nous n'annonçons jamais rien avant d'être sûrs de ce que nous proposons. Enfin, depuis plusieurs années, Comgest se voit attribuer la meilleure note (A+) des PRI.

Quels fonds mettriez-vous en avant ?

STC : Trois fonds qui intègrent des critères ESG supplémentaires et qui ont une politique d'engagement plus marquée : Comgest Growth Europe Plus, Comgest World Growth World Plus et Comgest Growth Emerging Markets Plus. ●

Propos recueillis par Michel Lemosof >>>





»»

/// TRIBUNE ///



L'ESG mérite un engagement actionnarial renforcé

Par Hervé Guez

Directeur des gestions actions, taux et solidaire de Mirova

L'affaire Orpea, dont toutes les conclusions d'enquêtes ne sont pas encore connues aujourd'hui, n'a pas seulement mis en lumière des pratiques défailtantes pour des établissements censés accueillir pour la fin de leur vie nos parents ou grands-parents. Il a aussi remis en question les convictions de tous ceux qui croient dans les vertus de l'investissement socialement responsable et de ses critères environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG).

Il ne s'agit pas aujourd'hui de transformer ce scandale en procès de l'ESG. Ces sujets environnementaux et de société doivent rester des engagements forts pour les entreprises, de plus en plus soumises à la pression des consommateurs ou de l'opinion publique. Ils doivent aussi continuer de guider la conviction des investisseurs. Mais afin qu'il bénéficie de la confiance sans faille dont il a absolument besoin pour s'imposer, l'ESG ne peut pas passer à côté d'une réforme qui doit le conduire à l'âge adulte.

Une nécessaire rénovation

Ceci implique une amélioration de la qualité des informations extra-financières des entreprises. Celle-ci a progressé ces dernières années, c'est indéniable, mais

nous devons aller vers une vraie normalisation. Car comme pour la comptabilité, la confiance dans des informations ESG crédibles repose inévitablement sur des indicateurs pertinents, robustes, fiables et certifiés. Or, ce travail, mené par les normalisateurs mondiaux, avance à trop petits pas. La récente nomination d'Emmanuel Faber, l'ancien PDG de Danone, à la tête de l'International Sustainability Standards Board, l'instance en charge de la normalisation du reporting extra-financier, doit enfin être l'occasion d'aboutir sur ce sujet.

La réforme de l'ESG passe aussi par une évolution du modèle des agences de notation extra-financière, utilisées par les investisseurs pour prendre leur décision en complément du travail d'analyse réalisé par leurs équipes de recherche. A lire les rapports d'agences, Orpea était tout à fait fréquentable pour un investisseur ESG. Les faits révélés par un livre ont montré une tout autre vérité. Il est illusoire de croire que les seules informations publiques

fournies aux agences par les entreprises, souvent en réponse à des questionnaires standards, suffisent à se forger une opinion solide. Pour obtenir une information non biaisée, il faut des recherches plus approfondies, des échanges avec les managements et des équipes plus étoffées. Cela demande plus de travail, probablement mieux rémunéré que les seuls abonnements payés aujourd'hui par les investisseurs.

Les agences de notation mises à l'épreuve

Même s'il n'est pas infaillible, le mode de fonctionnement des agences de notation crédit, éprouvé sur plusieurs décennies, peut servir de modèle pour celles chargées de noter l'ESG. Le financement de la recherche par les entreprises et les investisseurs donnent plus de moyens aux agences crédit de mener leur travail. Si ce modèle

était adopté pour la notation ESG, le coût éventuel serait largement compensé par le gain en qualité des informations recueillies et traitées par les agences. L'ESG en sortirait gagnant, au bénéfice de tous.

Au-delà de l'ESG, le scandale Orpea ne remet pas en question le modèle de gestion de la dépendance en France. Le privé aura toujours

sa place, aux côtés du secteur public, alors que la démographie française et l'allongement de l'espérance de vie conduiront inévitablement à augmenter le nombre de personnes dépendantes. Les financements privés resteront essentiels. Mais pour un investisseur ESG convaincu comme nous le sommes, ce scandale montre qu'il est nécessaire d'adopter une nouvelle approche pour tous les métiers sujets à controverses. Nous devons monter d'un cran le dialogue actionnarial que nous menons avec les entreprises jusqu'à le rendre public si nécessaire, que cela soit par des lettres ouvertes ou le dépôt de résolutions en assemblée générale. C'est une nouvelle forme d'engagement, plus visible, mais plus efficace. A lui seul, l'ESG ne peut pas tout. Et puisque l'ESG est devenu de l'avis général un sujet crucial, nous pensons qu'il est temps pour les entreprises et toutes leurs parties prenantes, agences de notation, prêteurs, actionnaires, de se mettre au niveau de ces bonnes intentions. ●

« L'ESG ne peut pas passer à côté d'une réforme qui doit le conduire à l'âge adulte »

