



# La gestion durable serait-elle devenue une évidence ?

*Sébastien Gyger, Directeur des Investissements  
Lucia Veraldi, Analyste junior en Investissements  
Banque Pâris Bertrand SA*

## La gestion durable change de statut

L'ensemble des investisseurs accorde un intérêt croissant à la gestion durable. Les analyses de marché attestent du développement significatif des investissements durables auprès des caisses de pension et des compagnies d'assurance et les capitaux continuent d'affluer dans les fonds ESG.<sup>i</sup> Une tendance similaire commence à se dessiner dans les actifs non cotés où les « general partners » deviennent plus regardants sur les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance des entreprises qu'ils financent.

D'un secteur de niche il y a dix ans, la gestion durable serait-elle devenue une évidence ?



Sébastien Gyger

## La tendance vers l'ESG est structurelle et les effets d'entraînement sont puissants



Lucia Veraldi

La signature des accords de Paris sur le climat et l'adoption des objectifs de développement durable des Nations Unies en 2015 ont permis d'esquisser au crayon vert la feuille de route pour le secteur financier. D'abord construites sur des politiques d'exclusion simples (surtout l'armement et le tabac), les approches durables ont parcouru un chemin considérable vers une meilleure intégration des facteurs ESG et des controverses dans les politiques de gestion.<sup>ii</sup>

La plus grande diversité des approches a conduit à une offre plus abondante

et mieux structurée des produits d'investissement. Les stratégies d'impact (environnement ou social comme les obligations vertes ou la microfinance) et les thématiques (économie circulaire, eau et énergies « propres ») permettent par exemple aux investisseurs de concrétiser leurs convictions personnelles dans leurs portefeuilles financiers. Finalement, la pression du régulateur s'intensifie : les directives européennes MIFID vont imposer aux conseillers en placements de recueillir les préférences ESG des clients. En Suisse, l'Association suisse des banquiers vient de publier un guide pour l'intégration des facteurs ESG dans le processus de conseil.<sup>iii</sup>

## **De la gestion des risques à la recherche de performance**

Les mentalités ont évolué et on ne trouve plus beaucoup d'opposants à la prise en compte des critères ESG dans la gestion de patrimoine. Les raisons invoquées dans le passé étaient que l'ESG se faisait au détriment de la performance. Aujourd'hui, les études empiriques et académiques démontrent que l'apport des facteurs ESG contribue à des rendements ajustés du risque qui sont supérieurs par rapport à des univers « neutres » traditionnels.

Dans la durée, négliger les aspects ESG peut s'avérer préjudiciable pour la réputation et les résultats financiers des entreprises (il suffit de penser à BP avec le drame de la plateforme Deepwater, Bayer lors du rachat de Monsanto, le « dieselgate » chez Volkswagen, la sécurité de produits pour bébés chez Johnson&Johnson, les atteintes environnementales du groupe minier chinois Zijin et plus récemment les fraudes chez Wells Fargo et Wirecard). C'est l'ESG vu sous l'angle de la gestion des risques.

Nous pensons aussi qu'une empreinte plus large sur la durabilité peut avoir des effets positifs sur les performances financières à long terme des entreprises. Intuitivement, nous concevons qu'un nombre croissant d'entreprises placent les aspects de gouvernance et les considérations sociales et écologiques au même niveau que les questions financières puisque les réglementations se durcissent et les consommateurs sont de plus en plus attachés aux marques qui font attention à leurs impacts environnementaux et sociaux. Ainsi, les entreprises sont de plus en plus disposées à traiter les aspects de gouvernance, le social et l'écologie à égalité avec les enjeux économiques pour préserver leur assise financière, voire la renforcer. En guise d'illustration, il a été démontré que la différence du coût de l'endettement entre les « bonnes » et les « mauvaises » entreprises sur la base des scores ESG de MSCI peut atteindre près de 200 points de base.<sup>iv</sup>

## **Etude du lien entre performance et ESG**

Cette étude vise à documenter notre conviction qu'il est possible de concilier performance et critères ESG dans la gestion de portefeuilles. A cet effet, nous avons pris appui sur les « étoiles » et les « globes » Morningstar. Ces notations permettent aux investisseurs d'évaluer les fonds de placements sous l'angle de la performance et du développement durable. Les étoiles<sup>v</sup> (lancées en 1985) font office de référence dans l'industrie des fonds de placements et les globes<sup>vi</sup> (mis à disposition depuis 2016) répondent à la demande actuelle d'évaluer les fonds sur les critères ESG. Nous nous félicitons des moyens mis à disposition par les acteurs reconnus, tout en relevant que les analyses purement quantitatives se heurtent à des limites évidentes, la principale étant qu'elles reposent exclusivement sur des éléments passés. Gardons aussi à l'esprit que les échelles de temps pour l'évaluation de la durabilité et de la performance ne sont pas identiques (dû au caractère récent de la stabilité des notations de durabilité). C'est pourquoi, nous intégrons systématiquement dans notre pratique des éléments qualitatifs afin de

mieux appréhender les forces et les faiblesses des produits lors de processus de sélection et de gestion de portefeuilles.

L'étude repose sur l'univers des fonds européens des grandes capitalisations boursières (2'700 fonds au total, ramenés à 1'600 qui bénéficient à la fois des notes « étoile » et « globe »).<sup>vii</sup> Nous nous intéressons à mettre en évidence la nature de la relation entre chacun des piliers ESG et la performance ajustée du risque. En ce qui concerne les globes, nous soulignons encore que chaque pilier est une combinaison entre l'exposition aux risques E, S ou G et la capacité de chaque société à gérer ce risque dans la durée.<sup>viii</sup> Chaque fonds se voit ainsi attribuer un groupe de niveau (parmi cinq) pour chacun des trois piliers, selon son score social, environnemental et de gouvernance.

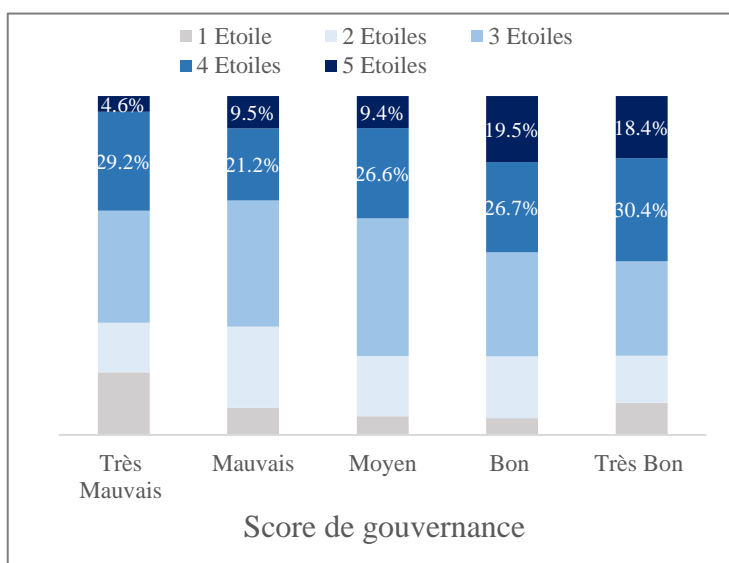
## La Gouvernance comme référence

Des trois piliers E, S et G, notre analyse révèle que celui de la gouvernance est le plus déterminant : une bonne gouvernance est une condition nécessaire à la constitution d'un bon pilier social et environnemental. Dans notre univers, les fonds situés dans le meilleur groupe de gouvernance ont en effet 60% de chances d'appartenir au meilleur groupe social et 34% à l'environnemental. La réciproque est plus frappante encore puisque les fonds du pire groupe de gouvernance n'ont que 6.7% et 0.6% de chances d'obtenir la meilleure notation sur les deux autres piliers.

La question de la gouvernance d'entreprise est complexe puisqu'elle résulte d'une recherche permanente d'équilibre entre les intérêts de l'entreprise, de ses actionnaires, ses employés, ses clients et de son écosystème. Tous ces éléments sont essentiels au succès à long terme d'une société et nous apprécions dès lors que la gouvernance englobe la gestion des ressources économiques, sociales et environnementales.

Nous observons ensuite une forte corrélation, cohérente par ailleurs, entre les controverses de type « sévères », qui désignent les violations graves et répétées de conventions internationales, et le score de gouvernance. Dans notre univers, l'exposition moyenne aux controverses sévères est de 3% pour les fonds du meilleur groupe de gouvernance contre 15% pour les pires. Les controverses sévères constituent un frein concret à la réputation, la performance financière, voire la pérennité d'une société, et par conséquent à sa valorisation boursière.

Il n'est donc pas surprenant de constater que le critère de gouvernance est, en plus d'un outil de gestion du risque, un moteur pour la performance.



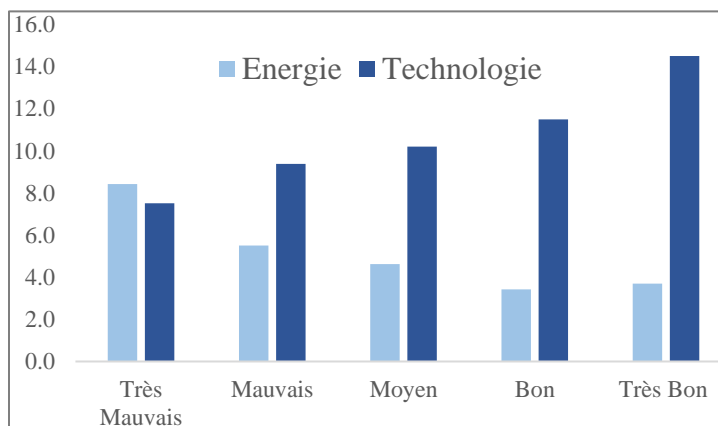
*Le meilleur groupe de gouvernance comporte la plus forte proportion de fonds à 4 ou 5 étoiles*

Source : Morningstar, Banque Pâris Bertrand

## L'environnement : entre biais sectoriels et mégatendances

Nous constatons une forte exposition aux technologies de l'information au sein du meilleur groupe environnemental. Les meilleurs fonds notés sur ce pilier surpondèrent la technologie, à la fois le secteur le moins sujet aux risques écologiques (impact carbone mineur par rapport à d'autres secteurs) et parmi les plus performants du marché (depuis cinq ans).

A l'opposé, la « zombification » de nombreuses sociétés des secteurs des énergies et des matériaux, cumulée à leur lourd impact écologique, explique la forte proportion de fonds à 1 ou 2 étoiles (donc les moins performants) au sein des deux groupes les moins bien notés en environnemental. Nous observons ainsi que la création de valeur sur ce facteur est construite autour d'un biais sectoriel considérable.



*Les fonds qui bénéficient des meilleurs scores environnementaux sont en moyenne plus exposés aux technologies et moins aux énergies (et inversement)*

Source : Morningstar, Banque Paris Bertrand

## Investir pour convertir

Le désinvestissement complet des secteurs comme l'énergie est une tendance de l'investissement durable (l'énergie ne représente plus que 4.3% des grands indices européens). Il est en partie causé par la mise en œuvre de stratégies systématiques, peu à même de différencier les entreprises qui se dotent des moyens pour se reconverter de celles qui se reposent sur leurs modèles d'affaires historiques.

A cet égard, nous pensons que les approches de type « best in class » et « intégration ESG », par opposition à « exclusion » se dotent des moyens pour créer de la valeur sur le long terme, en étant capables de sélectionner les acteurs du changement.

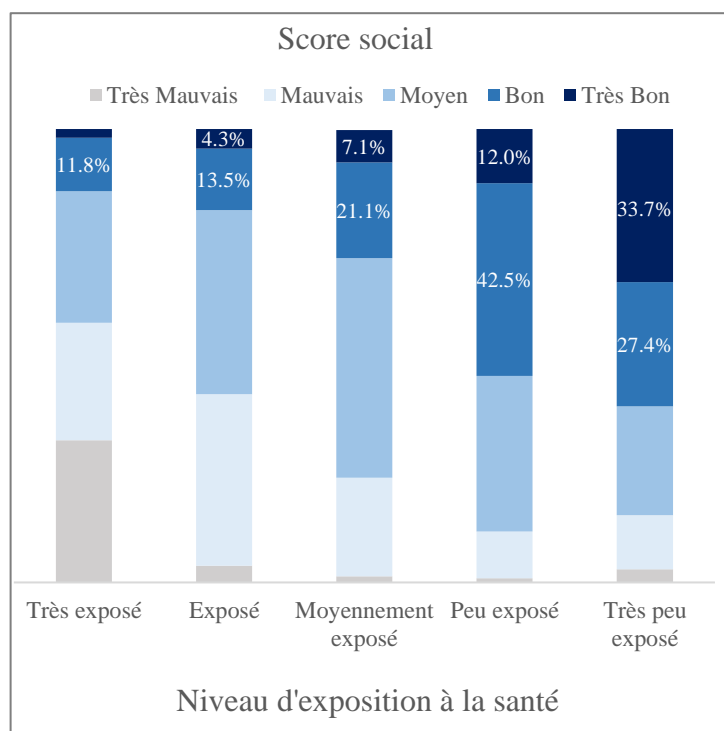
Ainsi, ces entreprises en transition (que l'on trouve dans les domaines industriels, des énergies et des matériaux) seront en mesure d'adapter leurs biens et services aux nouvelles exigences environnementales et aux préférences de leur clientèle. Cet argument est soutenu par l'accélération de mégatendances comme l'urbanisation qui nécessite des infrastructures optimisées (réseaux électriques et de transports, bâtiments efficaces, gestion des déchets, ...).

Nous soulignons enfin que la « quatrième révolution industrielle » concentre sur le vieux continent près de 30% des investissements et constitue ainsi une vraie opportunité de reconversion des secteurs industriels traditionnels.<sup>ix</sup>

## ESG : mais où est passé le S ?

Le secteur de la santé révèle une contradiction qui interroge. Notre analyse met en évidence un lien négatif entre le poids de la santé dans les portefeuilles et la note sociale. Une forte

exposition aux entreprises pharmaceutiques en Europe déprécie fortement le pilier social. Ce sont les controverses sévères, relatives à la dangerosité des médicaments ou encore à l'accès limité aux traitements dans les pays émergents, qui sont très présentes au sein des grands laboratoires. Et pourtant ces entreprises sont parmi les plus performantes des indices européens (les 5 sociétés Roche, Novartis, Astrazeneca, Novo Nordisk et Sanofi contribuent au top 10 du MSCI Europe). Des phénomènes séculaires comme le vieillissement de la population couplé à l'occidentalisation du mode de vie des pays émergents (et l'apparition en masse de maladies comme l'obésité et le diabète) limitent le risque de voir ce secteur délaissé par les investisseurs, malgré les controverses sociales qu'il peut comporter.



*Une forte exposition au secteur de la santé dégrade la dimension sociale d'un fonds*

Source : Morningstar, Banque Pâris Bertrand

### La « Tech » européenne : sociale et en retard

Globalement, nous constatons que le pilier social en Europe n'est pas discriminant pour la performance des fonds. Si sur le plan environnemental, le délaissement des secteurs très polluants se fait en ligne avec l'émergence de nouvelles technologies, nous n'observons pas un schéma similaire pour le social.

Autant il est possible de performer en innovant dans la transition écologique, autant la finalité de création de la valeur par le seul critère social est difficile à approcher. Aux Etats-Unis par exemple, nous constatons aujourd'hui que le facteur social est victime de la culture du monopole et du « winner takes it all » gravée dans les grandes valeurs technologiques.

Le constat est nuancé en Europe où les larges capitalisations du secteur technologique présentent des scores sociaux bien meilleurs que ceux des leaders américaines (SAP affiche un score de risque social de 5.2 alors que ceux de Facebook et de Google sont de 17.5 et 15.9). En effet elles ne sont pas exposées aux controverses sur la protection des données (ce sont essentiellement des progiciels et des fabricants électroniques, et pas des réseaux sociaux). En plus, la question de l'emploi y est moins polémique qu'aux États-Unis. Le ratio entre le chiffre d'affaires et le nombre de salariés pour une entreprise comme SAP (25% du MSCI Europe Technologie) est cinq fois plus faible que pour Facebook (56 milliards de dollars de chiffre d'affaire pour 45'000 employés) et 8 fois plus faible que celui de Google (180 milliards de

dollars de chiffre d'affaire pour 85'000 employés). Il est en revanche comparable à celui d'un groupe comme PSA qui emploie plus de 200'000 collaborateurs.

Le modèle économique de la technologie en Europe, bien que plus limité en terme d'efficacité opérationnelle, allie une surperformance par rapport aux autres secteurs et des dimensions sociale et environnementale positives.

## En guise de conclusion

La transition vers l'investissement durable est catalysée par des choix sectoriels, eux-mêmes ancrés dans des tendances séculaires. Les anciens modèles économiques des secteurs traditionnels sont remis en question par l'évolution des contraintes réglementaires et les nouvelles attentes environnementales. La prise en compte des critères extra-financiers ESG dans la gestion d'actifs devient a priori la norme. En reprenant chacun des piliers : la gouvernance est perçue comme un outil central de gestion du risque, l'environnemental bénéficie des préférences sectorielles, alors que le social peine à trouver sa voie.

La popularité de l'investissement durable est avantagée par la conjoncture actuelle qui profite aux valeurs de croissance. Peut-on parler d'évidence pour autant ? Pas entièrement puisque l'influence du facteur social est encore limitée dans la construction de valeur. L'exemple de la technologie est révélateur. Le dynamisme du secteur en Europe serait-il ralenti par sa « positivité » sociale, pendant que les GAFAs poursuivent leur insolente croissance, malgré leurs controverses sociétales et humaines ?

---

<sup>i</sup> Swiss Sustainable Investment Market Study 2020 : Étude Morningstar sur les flux dans les fonds durables. Les actifs investis dans les fonds durables ont atteint un niveau record de 1061,5 milliards de dollars à la fin du mois de juin, une hausse de 23 % par rapport au trimestre précédent. L'Europe continue de dominer le secteur, récoltant 86% des flux lors du dernier trimestre, soit 61,4 milliards de dollars.

<sup>ii</sup> Les critères ESG environnementaux, sociaux et de gouvernance sont les 3 facteurs principaux de mesure de la soutenabilité et de l'impact éthique d'un investissement dans une société ou dans un domaine économique. (source : Wikipédia)

<sup>iii</sup> [www.swissbanking.org](http://www.swissbanking.org).

<sup>iv</sup> MSCI ESG Research, Bank of America Merrill Lynch US Equity & Quant Strategy. Les « bonnes » entreprises sous l'angle ESG tendent également à obtenir de meilleures notes de crédit.

<sup>v</sup> Les étoiles sont une mesure quantitative qui classe les fonds sur la base de leur performance passée sur 3, 5 et 10 ans sur une base ajustée du risque et par rapport à la moyenne de la catégorie à laquelle les fonds appartiennent. Selon Morningstar, cette note suit une distribution en forme de cloche : les 10% des fonds les meilleurs reçoivent une note de 5 étoiles ; les 22,5% suivant reçoivent 4 étoiles ; les 35% suivant ont 3 étoiles ; les 22,5% suivant 2 étoiles et les 10% les moins bons ont 1 étoile. A quelques exceptions près, tout fonds ayant un historique de performance d'au moins trois ans est noté.

<sup>vi</sup> Les globes sont calculés sur la base des titres sous-jacents des fonds et de la recherche ESG sur les entreprises issues de Sustainalytics, un fournisseur leader indépendant sur la recherche ESG et la gouvernance d'entreprise. Le score le plus bas est représenté par 1 globe et le plus élevé par 5 globes, selon une distribution identique aux étoiles.

<sup>vii</sup> Cette catégorie regroupe les fonds européens et fonds nationaux. Nous excluons les fonds indiciels et les ETFs de l'analyse.

<sup>viii</sup> Par exemple, si l'on prend le critère « Carbon – Produits et services », Volkswagen se voit attribuer un score d'exposition à ce critère et un score pour sa capacité à le gérer ce qui résulte en une note de risque ESG sous l'angle des émissions carbone des produits et services.

<sup>ix</sup> La 4e révolution industrielle désigne la synergie entre les outils de production et le numérique via des technologies telles que l'automatisation industrielle ou l'internet des objets. Elle soulève notamment des réflexions sur ses impacts sociaux, politiques ou environnementaux.