



LFIS
CAPITAL

Avril
2021

INVESTISSEMENT DURABLE

Article #1 :

Les enjeux de la mise en œuvre d'une approche ESG

Par Arnaud Sarfati, Directeur Général, Luc Dumontier, Senior Advisor, Giselle Comissiong, Directrice Marque et Présidente du Comité ESG de LFIS

L'ESG est un sujet important, mais complexe. Si une majorité d'investisseurs prenait en compte les critères ESG pour sélectionner les actifs financiers, cela pousserait les entreprises et les émetteurs à avoir des comportements plus vertueux. Pour autant, comme le mentionne Denis Diderot¹, « il ne suffit pas de faire le bien ; il faut encore bien le faire ». Or, intégrer une démarche ESG dans une politique de gestion soulève de nombreuses questions qui deviennent d'autant plus épineuses que les investissements sont réalisés (i) sur plusieurs classes d'actifs, (ii) au travers d'instruments physiques et dérivés, et (iii) via des positions acheteuses et vendeuses.

Investir en intégrant une démarche ESG vise à optimiser des objectifs non-financiers (i.e. le score ESG du portefeuille) et financiers (i.e. le rendement ajusté du risque du portefeuille) simultanément. Mesurer les indicateurs non-financiers requiert de configurer un « thermomètre » en faisant de nombreux choix subjectifs comme le spectre des

actifs considérés, la manière de traiter les positions vendeuses, la métrique prise en compte, etc. Optimiser conjointement des objectifs non-financiers et financiers qui tendent à se contredire, nécessite de mettre en place une fonction objective commune. En effet, les approches classiques qui reposent sur des filtres ESG (par exemple d'exclusion) n'ont pas réussi à systématiquement surperformer leurs indices de référence², tandis que les avantages non-financiers (par exemple l'arrêt de la hausse des températures) mettent beaucoup de temps à se matérialiser.

Dans cette série de trois articles dédiés à l'investissement durable, LFIS aborde (i) les enjeux de la mise en œuvre d'une approche ESG, (ii) l'espérance de rentabilité ajustée du risque des investissements basés sur les données ESG standards, et (iii) l'approche innovante de LFIS développée grâce à une collaboration de 4 ans avec la FinTech française [SESAMm](#).

Les différentes approches d'utilisation des critères ESG pour la construction de portefeuille

Les motivations relatives à l'investissement durable diffèrent largement d'un investisseur à l'autre. Initialement, investir avec des critères ESG revenait à appliquer des filtres positifs ou négatifs à son univers d'investissement. L'« investissement à impact » favorise ainsi l'engagement dans des projets apportant un changement positif sur le plan social (par exemple les programmes d'éducation) ou environnemental (par exemple pour les énergies renouvelables). À l'inverse, l'« investissement éthique » exclut les opérations liées aux secteurs controversés, tels que le tabac, les jeux de hasard ou encore les armes. En moyenne, ces exclusions ont eu un impact négatif en termes de performance à long terme. Par exemple, l'indice MSCI Monde restreint au secteur du tabac a enregistré une performance annualisée de 10.9% (en dollars et dividendes nets réinvestis) au cours des deux dernières décennies (décembre 2000 à décembre 2020), nettement supérieure à celle de l'indice MSCI Monde qui s'est établi à +6.0% (en dollars et dividendes nets réinvestis) sur la même période. Ce constat n'est pas surprenant, dès lors que comme l'indique Wayne Winegarden³, « avoir différentes options a de la valeur et que restreindre les choix possibles nuit à la performance ».

Une troisième voie, dite d'« intégration ESG », cherche à réconcilier performance financière et performance non-financière. L'intégration des facteurs ESG vise ainsi à améliorer l'analyse financière traditionnelle en identifiant de nouveaux risques et opportunités potentiels. Si la conscience sociale joue un rôle important, l'objectif principal de l'intégration ESG reste la performance financière.

Cette approche est plébiscitée par les fonds de pension. En effet, les directives du département du travail américain sur l'investissement ESG stipulent que les intérêts financiers doivent prévaloir sur les considérations ESG. L'approche de LFIS consiste à exclure les sociétés des secteurs les plus controversés (tabac, armes et charbon) avant d'adopter une démarche d'intégration ESG.

Figure 1 : Les différentes approches de l'investissement durable

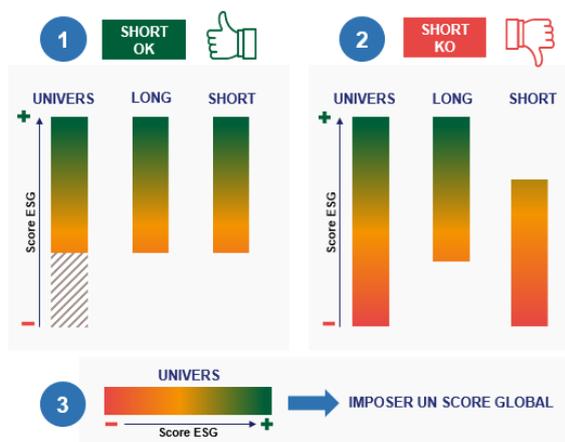
<p>Investissement à impact</p> <p>Sélectionner</p> <p>les projets ayant un impact positif en termes environnemental, social et/ou de gouvernance</p>	<p>Investissement éthique</p> <p>Exclure</p> <p>les entreprises / secteurs ayant un risque ESG élevé et/ou qui vont à l'encontre des valeurs de l'investisseur</p>	<p>Intégration ESG</p> <p>Améliorer</p> <p>le profil rendement / risque des investissements en prenant en compte les indicateurs ESG</p>
---	---	---

La mise en œuvre d'une politique ESG soulève des questions supplémentaires dans le cas de portefeuilles investis sur l'ensemble des classes d'actifs, au travers de positions à la fois acheteuses et vendeuses, et pouvant faire usage de levier via l'utilisation d'instruments dérivés. Ainsi, quel univers d'investissement est éligible à la vente à découvert ? Si la vente à découvert est considérée comme « positive » pour l'entreprise car contribuant à la liquidité de ses titres sur les marchés (« SHORT OK » sur la figure 2), alors l'univers des actions éligibles à la vente à découvert doit se limiter aux entreprises ayant de bons scores ESG. Dans ce cas, les positions acheteuses et vendeuses sont composées d'entreprises appartenant à l'univers des actions avec les meilleurs scores ESG. Celles avec les moins bons scores sont totalement exclues. À



l'inverse, si la vente à découvert est considérée comme « négative » ou « pénalisante » pour l'entreprise (« SHORT KO » sur la figure 2), seules les actions avec les meilleurs scores ESG sont achetées tandis que les actions ayant les scores ESG les plus faibles font partie du portefeuille vendeur. L'existence d'indices ESG et de contrats à terme sur ces indices (donc offrant la possibilité de vendre à découvert) indique de façon peut être contre-intuitive que l'industrie privilégie actuellement la première option. Plutôt que d'opter pour l'une de ces deux options « d'exclusion », l'approche d'« intégration » peut être privilégiée. Celle-ci consiste à sélectionner les actifs en fonction d'un score global qui combine des critères à la fois financiers et non-financiers.

Figure 2 : Les différentes approches ESG pour la vente à découvert



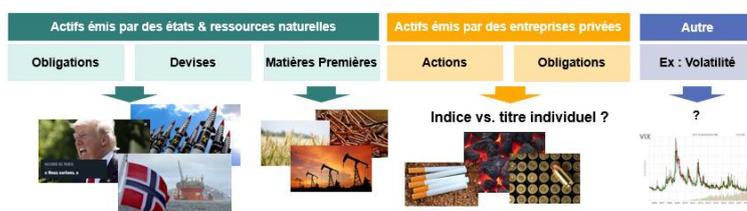
Les méthodes décrites précédemment peuvent en plus imposer un score ESG global minimum pour l'ensemble du portefeuille. L'ajout d'une telle contrainte nécessite de définir en amont une méthode robuste pour calculer ce score global. Morningstar propose de simplement considérer la moyenne des scores individuels pondérés par le poids des actifs en portefeuille. Cette méthode est bien adaptée aux portefeuilles 100% investis au travers de positions acheteuses uniquement. Malheureusement, elle ne fonctionne pas pour des portefeuilles plus complexes. Par exemple, selon cette méthode, la contribution d'une position vendeuse à la notation ESG globale d'un portefeuille serait négative. De même, des positions acheteuses et vendeuses sur deux compagnies pétrolières peuvent se couvrir mutuellement en ce qui concerne le risque spécifique lié au pétrole, mais pas nécessairement en ce qui concerne les autres risques ESG comme la gouvernance. Les praticiens commencent à proposer des méthodes de calcul alternatives. Gausse *et al* ont par exemple introduit la notion de « risque ESG » et défini la note ESG globale comme le rapport entre le risque ESG du portefeuille et son risque total. Mais ce champ d'étude reste à développer.

Certaines classes d'actifs sont peu adaptées aux critères ESG

L'investissement ESG est bien adapté aux univers des actions et des obligations d'entreprises. Dans ces deux cas, les investisseurs peuvent en effet décider d'écarter ou de sous-ponderer les secteurs ou les titres de l'univers d'investissement les moins bien notés sans que le portefeuille ne devienne trop concentré. Toutes les classes d'actifs et tous les instruments ne sont cependant pas des candidats naturels à l'investissement ESG.

L'exemple le plus parlant est certainement celui des actifs émis par les pays, comme les obligations souveraines et les devises. Si un cadre ESG imposait l'exclusion des pays qui fabriquent des armes nucléaires, achètent des armes controversées, autorisent la peine de mort, tirent une grande partie de leur croissance économique des exportations de pétrole, etc., l'univers des obligations souveraines et des devises éligibles

Figure 3 : Tous les sous-jacents ne sont pas des candidats naturels à l'investissement ESG



serait très restreint. Malgré une croissance rapide, le marché des obligations souveraines « vertes », émises pour financer des projets ayant des retombées environnementales positives, ne représente que 0.1% de l'ensemble des émissions publiques réalisées par les pays de l'OCDE. Ce marché est donc très peu liquide et les instruments dérivés sur obligations vertes (par exemple, les *swaps* de taux d'intérêt) sont quasi-inexistants. Ces



dernières années, la demande d'obligations vertes a dépassé l'offre car de nombreux fonds thématiques peinent à trouver des investissements. Les obligations vertes sont donc souvent sursouscrites et présentent la plupart du temps une prime négative par rapport aux obligations classiques. Cela pourrait inciter les états à être plus actifs sur ce segment de marché. La politique actuelle de LFIS est de ne pas restreindre davantage cet univers d'investissement qui est déjà limité aux pays du G10 pour la plupart des fonds.

Matières premières et investissement durable semblent a priori antinomiques. Acheter des matières premières engendre une augmentation de la demande nette qui se traduit par une intensification de la production et des dommages environnementaux associés (émissions carbone, déforestation, etc.) et/ou par une hausse des prix et des préoccupations sociales qui s'en suivent. Le secteur pétrolier est de loin le secteur le plus représenté au sein des indices traditionnels. Il représente environ 30% de l'indice BCOM et 60% de l'indice S&P GSCI. Les matières premières ont toujours été considérées comme un actif de diversification périphérique, d'autant plus que s'y exposer ne peut se faire qu'au travers d'instruments dérivés cotés (par exemple, des *futures*) ou de gré à gré (par exemple, des swaps). L'engouement pour l'investissement durable a encore réduit l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs. Ceux qui restent investis excluent souvent les matières agricoles de leur univers d'investissement pour des raisons éthiques. LFIS met en œuvre des stratégies incluant ou non les matières premières agricoles en fonction des politiques internes des clients. Nos stratégies sont principalement mises en œuvre au travers de spreads calendaires, c'est-à-dire des positions simultanément acheteuses et vendeuses de contrats *futures* ayant des maturités différentes mais un même sous-jacent, de sorte que la demande nette pour la matière première en question n'augmente pas. Les stratégies mises en œuvre au travers de positions directionnelles sont en très grande majorité acheteuses et vendeuses au sein d'un même secteur, par exemple achat de *futures* sur le pétrole « WTI » (référence américaine) face à une vente de *futures* sur le pétrole « Brent » (référence européenne), de sorte que l'empreinte globale ESG reste limitée.

Le manque de données ESG cohérentes et exhaustives représente un problème majeur

Les fournisseurs traditionnels de données se sont empressés de répondre à la demande sur le thème de l'ESG. Certains se sont spécialisés dans la production d'indicateurs ESG spécifiques, relatifs par exemple au carbone (*Carbon Disclosure Project*)

Investir dans des indices ESG via les produits dérivés représente également un enjeu non trivial. Depuis le lancement du premier indice ESG aux États-Unis en 1990, les indices ESG sont devenus de plus en plus populaires. Il existe aujourd'hui plus de 1,000 indices labellisés ESG. Ce nombre a augmenté de 40% en 2020 (*Index Industry Association*). Les actifs sous gestion des fonds indiciels ESG atteignent désormais 300 milliards de dollars. La multiplication des indices ESG et l'absence de consensus quant à leur construction restreignent leur liquidité. Le développement des dérivés simples comme les contrats à terme et les options cotées sur de tels indices demeure limité. LFIS continue de suivre ces évolutions et participera au marché des produits dérivés sur indices ESG lorsque les obstacles tels que les coûts de transaction et la liquidité auront été levés. Les candidats naturels à l'inclusion progressive de dérivés sur indices ESG sont nos fonds *multi-asset* que nous positionnons comme alternative aux allocations 60/40 traditionnelles.

La gestion d'actifs peut avoir une influence plus directe sur les politiques des entreprises via l'exercice des droits de vote. L'essor des fonds indiciels passifs a néanmoins conduit à une concentration marquée de l'actionariat des entreprises entre les mains des *Big Three*, à savoir BlackRock, Vanguard et State Street. Fichtner *et al*⁵ ont constaté qu'à elles trois, ces sociétés de gestion constituent le premier actionnaire de 88% des sociétés de l'indice S&P500. En d'autres termes, ces trois acteurs ont la plus grande capacité à influencer les prises de décision des entreprises, même si des petits fonds activistes ont également pu exercer une pression sur les équipes dirigeantes dans certains cas. Le pouvoir des *Big Three* est d'autant plus important que les positions détenues sont mécaniquement structurelles car issues de la réplification passive d'indices. À l'inverse, les fonds actifs – tels que ceux gérés par LFIS – ont des périodes de détention beaucoup plus courtes, ce qui signifie qu'il existe une probabilité importante pour qu'une position détenue au moment de l'assemblée des actionnaires ne le soit plus quelques jours ou semaines plus tard. En outre, les fonds actifs qui détiennent des positions acheteuses et vendeuses ont tendance à utiliser des instruments synthétiques tels que les swaps pour lesquels les droits de vote restent entre les mains des contreparties.

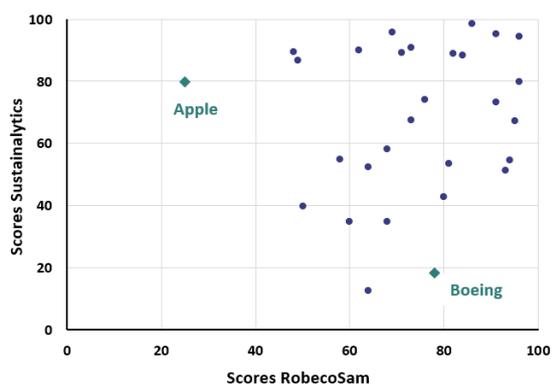
ou à la diversité des genres (*Equileap*). D'autres fournisseurs plus généralistes, comme MSCI et Sustainalytics, notent les entreprises sur la base de plusieurs centaines d'indicateurs. Par analogie avec la formule de Cochrane sur les facteurs, l'ESG est



devenu un zoo de données avec environ 100 fournisseurs différents et tous les problèmes associés d'homogénéité, d'exhaustivité, d'opacité, de granularité et de réactivité.

Tout d'abord, chaque fournisseur de données ESG a son propre processus de sélection et sa propre méthodologie de recherche. Les principales différences entre les fournisseurs concernent la collecte et l'estimation des données, ainsi que leur agrégation et leur pondération. Pour ce qui est de la donnée désagrégée, les fournisseurs combinent des données transmises directement par les entreprises avec des modèles propriétaires qui évaluent les données non déclarées par celles-ci. De même, chaque fournisseur ESG dispose de sa propre méthode pour combiner les facteurs individuels et obtenir un score global. Par exemple, certains supposent que tous les secteurs économiques sont égaux en matière d'ESG et privilégient une approche *best-in-class*. D'autres partent du principe que les secteurs ont par nature des profils ESG hétérogènes et utilisent une approche *best-in-universe*. Les différences de méthodologie engendrent des écarts de notations significatifs pour les différentes sociétés. Par exemple, la figure 4 montre que Apple a un score élevé de 80 selon Sustainalytics mais un score faible de 25 selon RobecoSAM (les deux fournisseurs utilisent une échelle de 0 à 100). En revanche, Boeing a un score élevé de 78 selon RobecoSAM mais un score de seulement 18 selon Sustainalytics.

Figure 4 : Scores ESG des actions de l'indice Dow Jones selon RobecoSAM et Sustainalytics

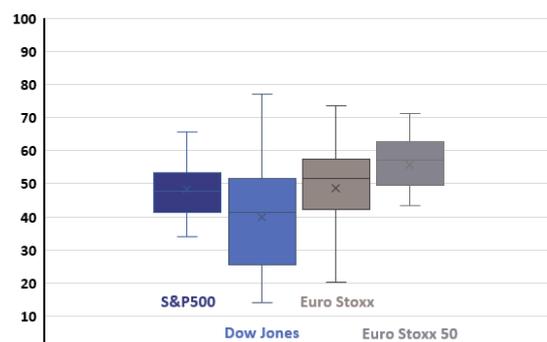


Les corrélations des scores ESG entre les différents fournisseurs sont relativement faibles. Par exemple, la corrélation entre les scores ESG de RobecoSAM et de Sustainalytics est de 11% pour les actions de l'indice Dow Jones (cf. figure 4). Cette corrélation monte à 63% pour les actions de l'indice S&P500, 53% pour celles de l'indice Euro Stoxx et 62% pour celles de l'indice Euro Stoxx 50. Ces niveaux restent toutefois bien inférieurs aux corrélations entre les notations des agences de crédit, telles que S&P, Moody's et Fitch, qui

dépassent les 95%. Ce manque de consensus entre les fournisseurs ESG remet en cause la pertinence de la donnée elle-même.

Le manque d'exhaustivité des données représente également un défi important. À titre d'illustration, la figure 5 montre la répartition des scores de divulgation des données ESG par les différentes sociétés, et ce pour les principaux indices de référence américains et européens. Ce score va de 0.1 pour les sociétés qui divulguent un minimum de données à 100 pour celles qui divulguent toutes les données demandées par Bloomberg. Les sociétés qui ne divulguent aucune information ne sont pas incluses dans l'analyse. Les scores moyens de divulgation vont de 40 pour les sociétés de l'indice S&P500 à 56 pour celles de l'indice Euro Stoxx 50. La dispersion des scores de divulgation est particulièrement élevée pour les sociétés de l'indice Dow Jones, ce qui est quelque peu surprenant compte tenu de la taille de ces entreprises. La pertinence des comparaisons des scores ESG des différentes sociétés est donc mise à mal.

Figure 5 : Dispersion des scores de divulgation des données ESG de Bloomberg



Le manque d'exhaustivité des données occasionne une difficulté supplémentaire : celle de l'opacité de l'estimation des données manquantes. Certains fournisseurs ont en effet développé des modèles propriétaires pour estimer les données non déclarées par les sociétés. Ceux-ci se basent par exemple sur les scores ESG publiés par les sociétés du même secteur. Les investisseurs intègrent donc dans leur processus d'investissement les choix méthodologiques de leurs fournisseurs. Les données transmises par les sociétés manquent également souvent de transparence puisque les informations non financières ne sont pas encore standardisées. Des tentatives d'harmonisation ont récemment été menées par des groupes de travail tels que le *Investor Network on Climate Risk* (INCR) et le *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB). Les données non financières ne sont soumises à aucun processus d'audit officiel. Cela soulève la question de leur validité. Les données plus anciennes sont encore moins fiables dans la



mesure où elles ont souvent été publiées *a posteriori*.

Les rapports ESG d'aujourd'hui en sont là où les rapports financiers étaient il y a des dizaines d'années. Cependant, le secteur évolue rapidement et il est peu probable que nous devions attendre des dizaines d'années pour obtenir des rapports ESG fiables. Le *World Economic Forum* (WEF), en partenariat avec les principales sociétés d'audit et de conseil (Deloitte, EY, KPMG et PwC), travaillent à la création d'un cadre ESG universel afin de remédier au manque de cohérence des données. Les premières propositions – un cadre de 21 mesures de base et de 34 mesures élargies – ont été publiées en septembre 2020.

Enfin, les indicateurs ESG sont généralement remis à jour annuellement ou, au mieux, quelques fois par an. Cette très faible fréquence de données est insuffisante pour certains utilisateurs finaux comme LFIS qui s'appuient sur des modèles d'évaluation et de risque dynamiques.

Ces problèmes de données doivent être résolus. Il en va de la crédibilité de l'investissement durable. Une étude du *CoreData Research*, menée en 2020 auprès de sélectionneurs de fonds à travers le monde, a révélé que près des deux tiers des sondés pensent que tous les fonds d'investissement intégreront les critères ESG dans cinq ans, mais 80% indiquent que le *greenwashing* va se propager. Par ailleurs, les différences de données ESG entre les fournisseurs conduisent à la construction de portefeuilles ayant des performances différentes. L'absence de normes cohérentes rend donc intenable tout argument selon lequel une approche ESG offrirait un meilleur couple rendement / risque qu'une approche traditionnelle. L'espérance de rendement ajusté du risque des portefeuilles construits à partir des données ESG traditionnelles est le thème du prochain article de cette série dédiée à l'investissement durable.



¹ Denis Diderot (1713 - 1784) : Philosophe et écrivain français. Une personnalité de premier plan durant l'ère des Lumières.

² A titre d'illustration, l'indice MSCI World ESG Total Return USD a enregistré la même performance annualisée de 5.9% que l'indice MSCI World Total Return USD entre septembre 2007 (lancement de l'indice ESG) et décembre 2020.

³ Maître de conférences à l'Institut de Recherche du Pacifique. Traduit de l'anglais : "options have value [so that] anytime you restrict your options, you're going to be harming your potential performance."

⁴ « ESG risk rating of alternative portfolios » par Nicolas Gausssel et Laurent Le Saint.

⁵ « Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk » par Jan Fichtner, Elke M. Heemskerk, et Javier Garcia-Bernardo.

AVERTISSEMENT

Ce papier de recherche est le résultat de l'expérience et des connaissances des professionnels de LFIS Capital (« LFIS »). Il est de ce fait important d'insister sur le fait que : (i) cette publication est à destination des professionnels de l'investissement et n'est pas à destination des investisseurs retail ; (ii) cette publication n'est pas destinée à être distribuée ou utilisée pour toute personne ou entité d'une juridiction ou d'un pays dans lequel une telle distribution ou utilisation est contraire aux lois locales ; (iii) les analyses contenues dans cette publication reflètent les opinions des auteurs à la date indiquée basées sur leurs recherches et leurs analyses, sont sujettes à modification, et ne peut en aucun cas être considérées comme la responsabilité de LFIS ; et (iv) les conclusions faites dans cette publication n'auront aucun impact sur les prises de décisions opérationnelles et n'engagent en aucun cas LFIS sur le fait qu'elles soient appliquées dans le futur.

Cette publication a été préparée et est fournie à titre informatif uniquement. Cette publication ne doit pas être considérée comme une offre, une sollicitation, une invitation ou une recommandation pour souscrire aux services ou aux produits de LFIS. Toute mention à des stratégies n'est pas destinée à être promotionnelle et ne garantit pas la disponibilité d'un véhicule d'investissement.

Cette publication a été réalisée à l'aide de données, de projections, de prévisions, d'anticipations et d'hypothèses qui sont subjectives ou hypothétiques par nature, qui ne reflètent pas d'investissements actuels et ne garantissent pas de résultats futurs. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme des indications ou des garanties de futures analyses, projections ou prévisions. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. L'investissement inclue des risques, y compris celui de la perte en capital. La valeur des investissements et des revenus induits peut fluctuer dans le temps et les investisseurs peuvent ne pas récupérer la totalité du montant investi. Les analyses et les conclusions contenues dans cette publication sont l'expression d'une opinion, basées sur la donnée disponible à la date de l'étude. Du fait des aspects subjectifs et indicatifs de cette analyse, l'évolution effective des variables économiques et des valeurs des marchés financiers peut différer significativement des projections, prévisions et anticipations contenues dans cette publication. De plus, du fait de la nature subjective des analyses et des opinions, les données, projections, prévisions, anticipations et/ou hypothèses incluses dans cette publication ne sont pas nécessairement appliquées par les équipes de gestion de LFIS. Cette publication peut être modifiée sans préavis et LFIS peut, sans en être obligé, mettre à jour ou revoir cette publication. L'ensemble des informations de cette publication est basé sur les données disponibles et rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques de marché. LFIS, ainsi que toute personne lui étant reliée à la création de cette publication, décline toute responsabilité, directe ou indirecte, liée à une décision basée sur cette publication.

En recevant ces informations, le destinataire de cette publication convient que cette publication est diffusée de manière confidentielle, qu'il utilisera ces informations uniquement pour évaluer le potentiel intérêt dans les stratégies mentionnées et qu'il ne divulgera pas ces informations à un tiers. Toute reproduction, modification ou distribution de ces informations, dans son intégralité ou en partie, est, sans l'autorisation de LFIS, interdite. Cette publication contient des informations générales et n'est pas destinée à être exhaustive ou à fournir des conseils/services financiers, légaux, fiscaux ou autres. Cette publication n'est pas un substitut d'un conseil ou d'un service, et ne doit pas être utilisée pour prendre des décisions d'investissement. Avant de prendre de telles décisions, le destinataire doit consulter un conseiller professionnel qualifié. Alors que des efforts raisonnables ont été faits pour assurer l'exactitude, la fiabilité et l'exhaustivité des informations contenues dans cette publication, ceci n'est pas garanti et LFIS ne porte pas la responsabilité, exprimée ou sous-entendue, de personne ou entité qui s'appuie sur les informations contenues dans cette publication, dont les dégâts secondaires ou importants provenant d'erreurs ou omissions.

