



LFIS
CAPITAL



Arnaud Sarfati
Directeur Général



Luc Dumontier
Senior Advisor



Giselle Comissiong
*Directrice Marque
Présidente du Comité ESG*

INVESTISSEMENT DURABLE

Article #1 :

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

« Il ne suffit pas de faire le bien, il faut encore le bien faire »

Denis Diderot (1713 – 1784)

Si une majorité d'investisseurs prenait en compte les critères ESG pour sélectionner les actifs financiers, cela pousserait les entreprises / émetteurs à avoir des comportements plus vertueux. Pour autant il ne suffit de vouloir faire le bien, il faut encore bien le faire.

Intégrer une démarche ESG dans sa gestion soulève ainsi de nombreuses questions, surtout lorsqu'il s'agit de fonds diversifiés / flexibles, alternatifs et/ou quantitatifs.

- Investir en intégrant une politique ESG doit à la fois **tenir compte d'objectifs non financiers (i.e. améliorer le score ESG du portefeuille) et financiers (i.e. améliorer le rendement ajusté du risque du portefeuille)** qui parfois se contredisent.
- Les approches classiques de « **filtrage ESG** » ont souvent **déçu en termes de performance**
- La **mesure des objectifs non financiers** (i.e. les scores ESG) repose sur des **choix subjectifs**.

Dans cette **série de trois articles sur l'ESG**, LFIS Capital aborde :

- (i) Les enjeux de la mise en œuvre d'une approche ESG pour les gérants
- (ii) L'espérance de rentabilité ajustée du risque d'une approche ESG basée sur les données standards
- (iii) L'approche innovante développée en collaboration avec la FinTech française SESAMm



LES PRINCIPALES DIFFICULTÉS DE L'INTÉGRATION DES CRITÈRES ESG

A) Performance relative à son benchmark

A l'origine, investir avec des critères ESG revenait à **appliquer des filtres négatifs ou positifs à son univers d'investissement**. On distingue :

- « **L'investissement à Impact** » qui favorise les investissements apportant un changement positif sur le plan social ou environnemental,
- « **L'investissement Éthique** » qui exclut les investissements liés aux secteurs controversés, tels que le tabac, les jeux de hasard et les armes controversées.

Sans surprise, ces filtres ont eu un impact négatif sur la performance à long terme. Selon Wayne Winegarden, « avoir différentes options a de la valeur. Si vous restreignez vos choix possibles, vous nuirez à votre performance ».

L'approche « d'Intégration ESG » vise à **réconcilier les objectifs non-financiers et financiers en ajoutant les critères ESG aux critères d'évaluation traditionnels**.

Synthèse des trois approches existantes en matière de politique ESG :



B) Fonds long/short actions : Quid des positions vendeuses ?

La mise en œuvre d'une politique ESG soulève des questions supplémentaires dans le cas d'une gestion long/short actions. 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 actions sur les marchés**, 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.
- **Si la vente à découvert est considérée comme « négative ou pénalisante pour l'entreprise »**, 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 (offrant la possibilité de vendre à découvert) indique, de façon peut être contrintuitive, que **l'industrie privilégie actuellement la première option**.

Approche retenue par  : la sélection des actions à l'achat et à la vente dépend du **score global** de chaque entreprise. Ce score **combine des critères à la fois financiers et non financiers ESG** (des filtres en matière de taille de l'entreprise, de liquidité de l'actions, etc., sont appliqués au préalable).



C) 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. Il l'est nettement moins pour certaines classes d'actifs :

- **Obligations souveraines et devises** : l'intégration de critères ESG peut conduire certains gérant à exclure des pays qui autorisent la peine de mort, fabriquent des armes nucléaires, achètent des armes controversées ou tirent une grande partie de leur PIB des exportations de pétrole. **L'univers d'investissement sur ces deux classes d'actifs devient alors très restreint.** Notons que le marché des **obligations souveraines vertes demeure très limité** (elles ne représentent que 0,1 % de l'ensemble des titres de dette publique en OCDE). Il en résulte une **liquidité très limitée et un marché des dérivés quasi inexistant.**
- **Matières premières** : investir dans cette classe d'actifs **augmente la demande nette de matières premières et donc potentiellement les externalités négatives associées** (dommages environnementaux, conséquences sociales néfastes, etc.). A titre d'exemple, le secteur pétrolier représente de loin la plus grande part des benchmarks traditionnels. **Les matières premières ont toujours été un actif de diversification de second rang. La mise en place de politique ESG a encore réduit l'appétit des investisseurs pour cette classe d'actifs.**

D) Gestion indicielle et produits dérivés : une absence de consensus ESG

Investir dans les indices ESG via des produits dérivés est également un enjeu. Ces indices se sont fortement développés depuis le lancement du premier indice ESG aux États-Unis en 1990. Il existe aujourd'hui plus de 1 000 indices ESG (encours d'environ 300 milliards \$). **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 vanilles sur de tels indices demeure limité.**



continue de suivre ces évolutions. LFIS Capital participera au marché des produits dérivés sur indices ESG lorsque les obstacles tels que les coûts de transaction et la liquidité auront été levés.

E) L'enjeu des droits de vote

Les fonds peuvent avoir une influence sur les politiques des entreprises via les droits de vote. Néanmoins, l'essor des fonds indiciels passifs a conduit à une concentration marquée de l'actionariat des entreprises entre les mains des « Big Three », c'est-à-dire **BlackRock, Vanguard et State Street.**

Fichtner *et al.* ont constaté qu'**à elles trois, ces sociétés de gestion constituent le premier actionnaire de 88 % des sociétés de l'indice S&P 500.** Ces trois acteurs ont donc à eux seuls le pouvoir d'influencer les politiques ESG des entreprises.



LE MANQUE DE DONNÉES ESG COHÉRENTES ET EXHAUSTIVES EST UN PROBLÈME MAJEUR

Les fournisseurs traditionnels de données se sont empressés de répondre à la demande sur le thème de l'ESG. On distingue :

- **des fournisseurs spécialisés dans la production d'indicateurs ESG spécifiques** (score carbone / diversité des genres, etc.),
- **des fournisseurs qui notent les entreprises sur la base de plusieurs centaines d'indicateurs ESG** (MSCI, Sustainalytics, etc.).

A) « Un zoo » de données ESG avec de fortes disparités dans les notations

Par analogie avec la formule de Cochrane sur les facteurs, **l'ESG est devenu un zoo de données**. Il existe près de 100 fournisseurs différents. Cela génère des **problèmes d'homogénéité, d'exhaustivité, d'opacité, de granularité et de réactivité**.

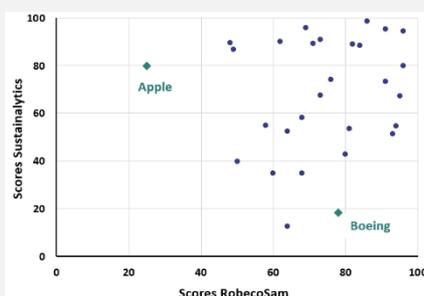
Chaque fournisseur de données ESG a généralement **son propre processus de sélection et sa propre méthodologie de recherche**. Les principales différences entre les fournisseurs concernent : **la collecte et l'estimation** des données, leur **agrégation** et leur **pondération**. Les différences de méthodologies entre les différents fournisseurs engendrent des écarts **de notations** significatifs pour les différentes sociétés.

Acquisition et estimation des données : Les fournisseurs ESG combinent des données transmises directement par les entreprises avec des modèles propriétaires qui évaluent les données non déclarées par celles-ci.

Score global : agrégation et pondération : Chaque fournisseur ESG dispose de sa propre méthode pour agréger et pondérer les facteurs ESG en vue d'obtenir un score global :

- Certains fournisseurs utilisent une approche « **best in class** » : ils supposent que tous les secteurs économiques sont égaux en matière d'ESG
- D'autres utilisent une approche « **best in universe** » : ils supposent que les secteurs ont par nature des notations ESG hétérogènes.

Conséquence : la notation d'une société peut varier considérablement selon les fournisseurs de données. Les corrélations des notations ESG des entreprises entre les différents fournisseurs sont beaucoup plus faibles que celles des agences de notation de crédit telles que S&P, Moody's et Fitch (proches de 95%).



Comparaison des classements RobecoSAM vs Sustainalytics (Dow Jones)

Apple a un score élevé de 80 avec Sustainalytics mais un score faible de 25 via RobecoSAM (les deux fournisseurs utilisent une échelle de 0 à 100). En revanche, Boeing a un score élevé de 78 de la part de RobecoSAM mais un score de seulement 18 via Sustainalytics.

Corrélation entre les scores ESG de RobecoSAM et Sustainalytics sur différents indices

Elle est comprise entre 11 % et 63 %, en utilisant respectivement les indices Dow Jones et S&P 500 comme univers d'investissement. Pour les indices EURO STOXX et EURO STOXX 50, la corrélation de score ESG de ces mêmes fournisseurs est respectivement comprise entre 53 % et 62 %.



B) Le manque d'exhaustivité des données est un enjeu majeur



Répartition de la quantité de données ESG qu'une entreprise publie auprès de Bloomberg (« Score de publication »)

Ce score va de 0,1 pour les entreprises qui divulguent un minimum de données ESG à 100 pour celles qui divulguent toutes les données demandées par Bloomberg. Les sociétés qui ne divulguent rien ou qui ne sont pas couvertes, ne sont pas incluses dans l'analyse.

Les scores moyens de publication vont de 40 % pour le S&P 500 à 56 % pour l'EURO STOXX 50. La dispersion des scores de publication est particulièrement élevée pour l'indice Dow Jones, ce qui est quelque peu surprenant compte tenu de la taille de ces entreprises. **Les comparaisons fiables sont donc difficiles.**

L'exhaustivité des données est un enjeu majeur car il soulève la question de l'**opacité**. Certains fournisseurs ESG ont développé des **modèles propriétaires pour estimer les données non déclarées**. Ils se basent souvent sur des entreprises similaires. Les investisseurs intègrent donc dans leur processus d'investissement les choix méthodologiques des fournisseurs de notations.

Par ailleurs, les **données transmises par les entreprises manquent souvent de transparence**. Les informations non financières ne sont **pas encore standardisées**. Ces données 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 (en termes de qualité et de précision des éléments transmis). **Bien entendu, le secteur évolue rapidement et il est peu probable que nous devions attendre des dizaines d'années pour obtenir des rapports ESG fiables**. Le Forum Economique Mondial (WEF), en partenariat avec les « Big Four » (Deloitte, EY, KPMG et PwC), travaillent à la création d'un cadre universel de mesure ESG pour remédier à leur manque de cohérence. Les premières propositions - un cadre de 21 mesures de base et de 34 mesures élargies - ont été publiées en septembre 2020.

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

Tous ces points concernant les données ESG doivent être résolus. Une étude du CoreData Research, menée auprès des 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. Néanmoins 80% affirment également que le « greenwashing » va devenir plus répandu avec l'augmentation de la demande en matière d'ESG.

La crédibilité de l'investissement durable est en jeu. Les différences de données conduisent à des rendements différents et l'absence de normes cohérentes rend intenable tout argument empirique selon lequel une approche ESG offre un meilleur couple rendement / risque qu'une approche traditionnelle. Ce sera le thème du prochain article de cette série dédiée à l'investissement durable.

Etude complète disponible sur ce lien :

<https://www.lfis.com/fra/fr/pro/publications/le-defi-esg-faire-le-bien-et-le-faire-bien>

