

LE MOT DU SPONSOR

À priorités globales, solutions locales

Restructurations, droits humains, changement climatique, rémunération des dirigeants, les questions environnementales, sociales et de gouvernance occupent une part croissante des métiers de la gestion. Ceci a été clairement démontré dans l'étude publiée par Eurosif en octobre dernier, soulignant la croissance et la résilience des stratégies d'investissement responsable au cours des dix dernières années.

Mais au-delà des chiffres, des questions subsistent sur les véritables raisons qui poussent les investisseurs institutionnels à s'intéresser aux questions extra-financières. Car si les enjeux ESG prennent le plus souvent une dimension mondiale, la pratique montre que les investisseurs en ont, selon les pays, une lecture souvent très différente.

« À priorités globales, solutions locales », tel aurait pu être le titre de cette étude conduite par Novethic avec le soutien de BNP Paribas Investment Partners, qui constitue une première en Europe dans la compréhension des motivations et pratiques des institutionnels européens pour la mise en œuvre des critères ESG dans leurs investissements. L'engagement de BNP Paribas Investment Partners sur ces questions ne date pas d'hier, puisque nous avons fait le choix dès 2002 de nous doter d'une équipe de recherche constituée de spécialistes du développement durable, apportant ainsi à nos équipes de gestion et à nos clients institutionnels une source de valeur ajoutée propre et reconnue, tant sur le plan financier, qu'extra-financier.

À l'heure où la planète connaît des bouleversements économiques, sociaux et environnementaux sans précédent, peut-on encore s'interroger sur le bien-fondé de la prise en compte de ces questions dans l'ensemble de nos investissements?

L'intégration des critères ESG dans la gestion d'actifs constitue sans nul doute un sujet d'actualité, mais n'en demeure pas moins un sujet en devenir. Obligations souveraines, immobilier, marchés émergents, capital risque, matières premières, mesure de la performance extra-financière... : les domaines de recherche sont encore nombreux, et beaucoup de progrès restent à faire, mais les solutions existent. Il ne tient qu'à nous tous de les mettre en œuvre.

Philippe Marchessaux, Administrateur Directeur Général | **BNP Paribas Investment Partners**

PRÉSENTATION

Pour la première fois, 251 investisseurs européens ont été interrogés sur leur perception de l'intégration de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans la gestion d'actifs. Cette enquête est destinée à comprendre quelle définition ils donnent à ces pratiques, comment ils les relient à leur responsabilité fiduciaire et en quoi elles les incitent à favoriser le long terme. Ces asset owners (banques, assurances, fonds de pension, institutions financières publiques, fondations...) détiennent ensemble 7 500 milliards d'euros d'actifs.

L'enquête a été réalisée, en partenariat avec Eurosif, dans 9 pays. Pour mieux mesurer leur poids respectifs, ils sont présentés par volumes d'encours ISR gérés à fin 2009 et nombre d'asset owners ayant signé les Principes pour l'Investissement Responsable des Nations Unies (PRI) :

- **Danemark** : 143,9 milliards d'euros d'encours ISR et 17 signataires des PRI asset owners
- **Pays-Bas** : 130,1 milliards d'euros d'encours ISR et 21 signataires des PRI asset owners
- **Finlande** : 64,4 milliards d'euros d'encours ISR et 7 signataires des PRI asset owners
- **Royaume-Uni** : 54,7 milliards d'euros d'encours ISR et 22 signataires des PRI asset owners
- **France** : 50,7 milliards d'euros d'encours ISR et 5 signataires des PRI asset owners
- **Belgique** : 24,4 milliards d'euros d'encours ISR et 2 signataires des PRI asset owners
- **Espagne** : 14,7 milliards d'euros d'encours ISR et 7 signataires des PRI asset owners
- **Italie** : 13,1 milliards d'euros d'encours ISR à fin 2009 et 1 signataire des PRI asset owners
- **Allemagne** : 12,9 milliards d'euros d'encours ISR et 3 signataires des PRI asset owners

Les chiffres indiqués sont ceux du « Core SRI » qui figurent dans l'enquête Eurosif publiée en octobre 2010. Ils concernent les pratiques d'intégration de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) ayant un impact systématique sur la gestion.

Eurosif, le forum européen de l'investissement socialement responsable, est un réseau pan-européen rassemblant les forums nationaux similaires dont la mission est d'encourager la prise en compte du développement durable sur les marchés financiers européens. Les membres affiliés d'Eurosif incluent des investisseurs institutionnels, des fournisseurs de services financiers, des instituts académiques, des centres de recherche ainsi que des ONG. Eurosif est une association à but non lucratif, représentant plus de 1 000 milliards d'actifs via ses membres affiliés. Le lobbying auprès des institutions européennes, l'information sur l'ISR et des initiatives européennes pour l'intégration des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la gestion financière sont parmi les services essentiels offerts par Eurosif à ses membres affiliés.



PRINCIPALES CONCLUSIONS

L'intégration de critères ESG a une définition claire

Pour plus de 90% des investisseurs institutionnels, faire de la sélection ESG signifie « *Être attentif aux pratiques de développement durable des entreprises* » ou « *Sélectionner les émetteurs selon des critères ESG* ». Seule une minorité l'associe aux approches thématiques comme l'environnement et la micro-finance.

Anticiper les risques de long terme, préserver sa réputation ou suivre ses convictions, les facteurs incitant à l'intégration ESG peuvent être très différents d'un pays à l'autre.

La moitié des répondants européens pense qu'il faut intégrer les enjeux ESG pour faire le lien avec leurs convictions. L'autre moitié y voit plutôt des bénéfices concrets, comme le fait de protéger sa réputation ou de mieux gérer les risques de long terme.

D'un pays à l'autre, les visions divergent. Si en France (59%) et en Allemagne (68%), les investisseurs souhaitent très majoritairement contribuer à faire émerger un modèle de développement plus durable, cette opinion est très minoritaire au Danemark (21%) ou au Royaume-Uni (17%). De même, la protection de la réputation est une priorité en Finlande et au Danemark (plus de 40 % dans les deux cas) et une préoccupation très minoritaire en France (11%) et même inexistante au Royaume-Uni. La maîtrise des risques de long terme intéresse un tiers des panels français et hollandais et moins de 15 % des panels allemand, espagnol ou finlandais.

L'intégration ESG est un atout pour les performances de long terme

84% des investisseurs considèrent que la prise en compte de critères ESG représente un type de gestion qui maximise l'intérêt des bénéficiaires sur le long terme. C'est un point clé, dans la mesure où il y a encore 5 ans, les investisseurs considéraient que l'intégration ESG pouvait être contradictoire avec leur responsabilité fiduciaire.

La performance à court terme reste une priorité

Si une majorité des répondants (54%) continuent à penser que construire une performance de long terme consiste à rechercher la meilleure performance sur le court et moyen terme, ils sont malgré tout 28% à penser qu'elle peut aussi s'obtenir en privilégiant la gestion des risques de long terme. Il est enfin intéressant de noter que 18% d'entre eux se disent même prêts à accepter une moindre performance pour financer la transformation de l'économie vers un développement plus durable.

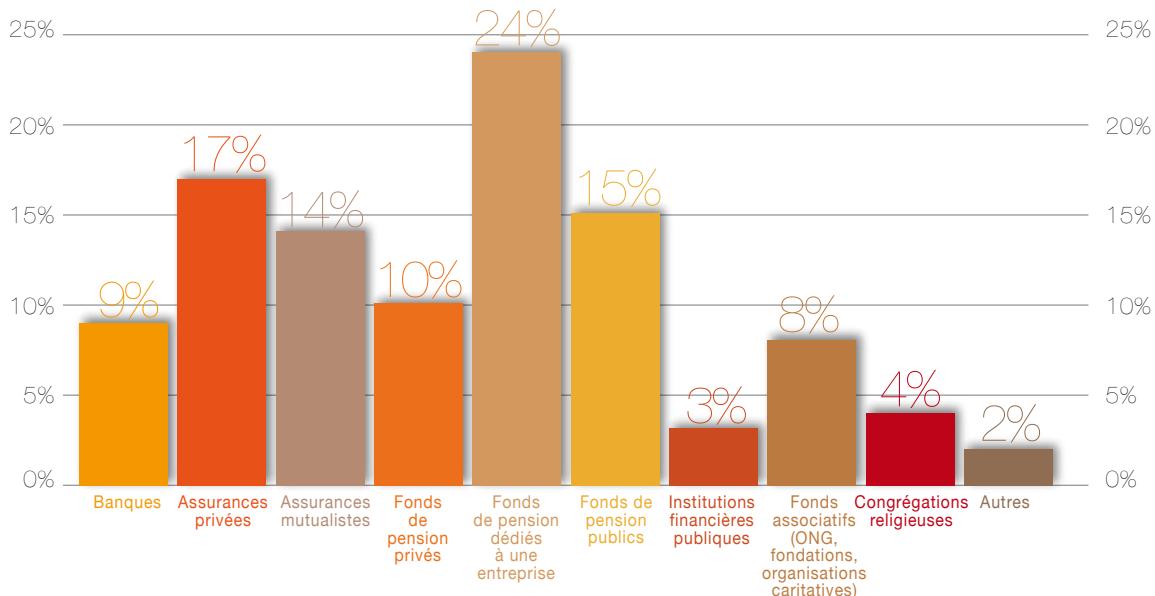
L'engagement des investisseurs institutionnels est progressif

70% des répondants déclarent prendre en compte les enjeux ESG dans leur gestion même si seul un tiers d'entre eux a des mandats de gestion dédiés. Un peu plus de 50% des adeptes de l'intégration ESG a mis en place des groupes de travail et le même nombre recourt aux services des agences de notation extra-financière. Les trois pratiques dominantes sont l'intégration ESG, la sélection ESG et l'engagement actionnarial et elles peuvent être combinées (voir définition page 11).

Le degré d'intégration ESG dans la gestion financière varie considérablement d'un pays à l'autre. Si la totalité des répondants déclarent avoir ce type de pratiques aux Pays-Bas, ils ne sont que 36% en Italie.

MÉTHODOLOGIE

Panel



Le panel est composé de 251 asset owners (banques, assurances, fonds de pension, institutions financières publiques, fondations...) détenant chacun plus d'un milliard d'euros d'actifs. Selon les pays, la nature des investisseurs institutionnels interrogés varie. Aux Pays-Bas ou au Royaume-Uni, ce sont exclusivement des fonds de pension, en Belgique des assureurs et en France un panel reflétant la diversité des principaux institutionnels.

Les organisations interrogées détenaient ensemble plus de 7 500 milliards d'euros à fin 2009, répartis de la façon suivante : 35% pour les assureurs, 24% pour les banques et 20% par des fonds de pension.

Enquête

Elle a été réalisée de juillet à septembre 2010, via un questionnaire envoyé d'abord par e-mail et administré ensuite par téléphone, pour s'assurer que les répondants sont bien les dirigeants des organisations interrogées.

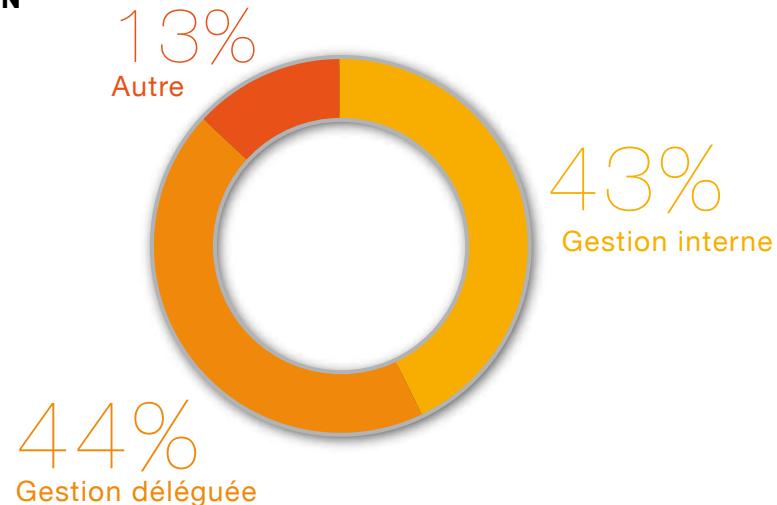
L'enquête a été effectuée directement par Novethic dans trois pays : la Belgique, la France et le Royaume-Uni.

Et par des partenaires locaux proposés par Eurosif dans six autres :

- L'Allemagne avec FNG – Forum pour l'investissement Responsable allemand ;
- L'Italie avec le Forum per la Finanza Sostenibile ;
- L'Espagne avec Novaster ;
- La Finlande et le Danemark avec Prospera (partenaire d'Eurosif) ;
- Les Pays-Bas avec VBDO – Forum pour l'investissement responsable hollandais.

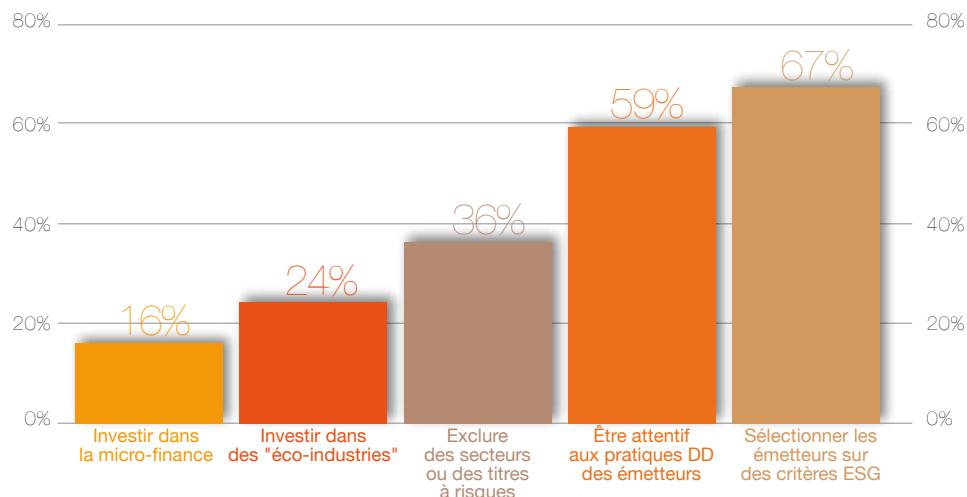
PERCEPTION D'INTÉGRATION DE CRITÈRES ESG DANS LES PAYS EUROPÉENS

■ MODES DE GESTION



Si les investisseurs institutionnels européens interrogés se répartissent équitablement entre ceux qui ont une gestion financière intégrée et ceux qui la délèguent, ces chiffres recouvrent des situations très différentes d'un pays à l'autre. Par exemple, 90% des investisseurs institutionnels allemands gèrent leurs actifs en interne, ce que seuls 30% des asset owners britanniques pratiquent.

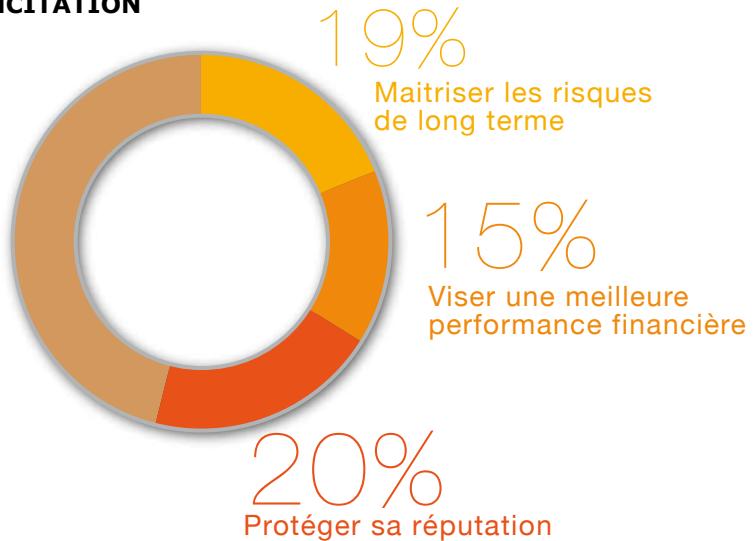
■ DÉFINITIONS DE L'INTÉGRATION DE CRITÈRES ESG DANS LA GESTION D'ACTIFS (plusieurs réponses possibles)



Il semble que les investisseurs institutionnels comprennent bien le concept d'intégration de critères ESG dans la gestion d'actifs. La très grande majorité des organisations interrogées considèrent que cela signifie « Être attentif aux pratiques de développement durable des émetteurs » ou « Sélectionner les émetteurs sur des critères ESG ». Moins d'un quart évoque l'investissement « vert » dans les « cleantech » et 16% seulement la micro-finance.

■ PRINCIPAUX FACTEURS D'INCITATION

46%
Contribuer à faire émerger un modèle de développement plus durable



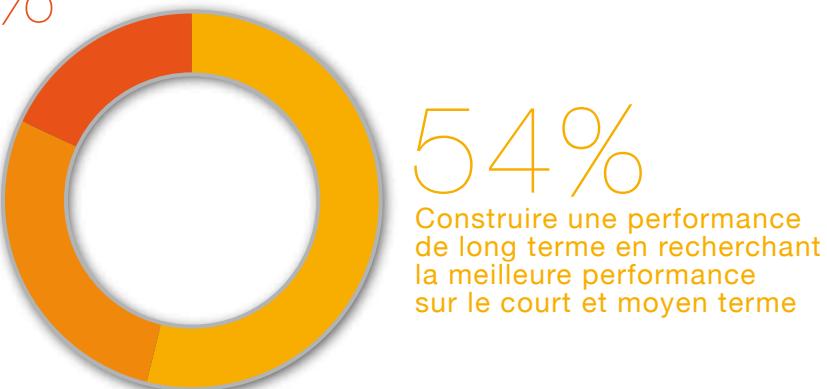
Près d'un répondant sur deux considère que « contribuer à faire émerger un modèle de développement plus durable » est la motivation principale pour intégrer des critères ESG dans la gestion d'actifs. Ce résultat témoigne à la fois de la volonté d'afficher un engagement mais aussi de la difficulté à percevoir le bénéfice de ce type de démarche. Ils sont beaucoup moins nombreux dans ce cas : 20% des répondants mettent en avant la nécessité de protéger leur réputation, 19% celle de maîtriser les risques de long terme et 15% seulement envisagent l'intégration des critères ESG comme une possible contribution à une meilleure performance financière.

Il existe une différence importante entre les pays du nord et du sud de l'Europe. Si les deux tiers (65%) des répondants des pays latins citent d'abord « contribuer à faire émerger un modèle de développement plus durable », ils ne sont que 34% dans les pays du nord. Ces derniers mettent plutôt en avant les bénéfices concrets, pour leurs institutions, de démarches de ce type en termes de maîtrise des risques de long terme ou de sauvegarde de leur réputation.

■ DÉFINITION D'UN INVESTISSEUR DE LONG TERME

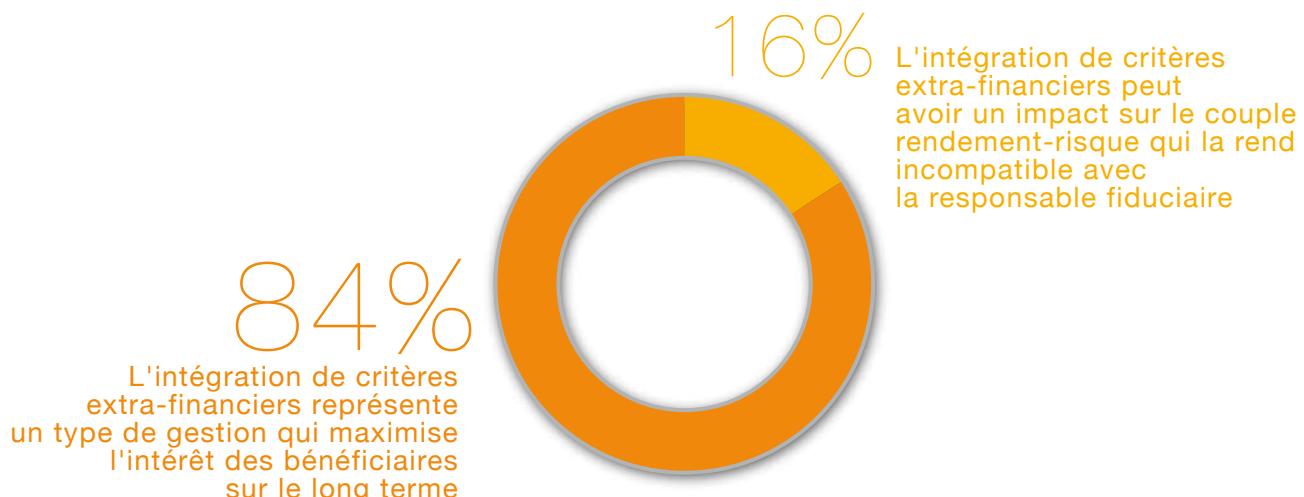
18%
Accepter une moindre performance pour financer la transformation de l'économie vers un développement plus durable

28%
Se prémunir des risques de long terme, en visant une performance plus réduite sur le court et moyen terme



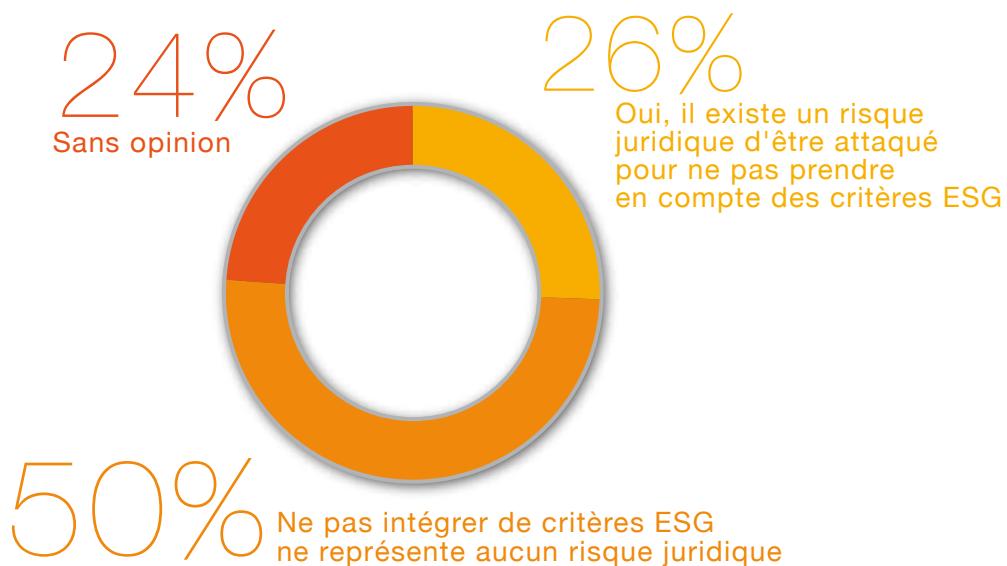
Pour tenter de savoir si les investisseurs institutionnels sont prêts à envisager de donner moins d'importance aux performances financières de court terme, on leur a demandé de définir l'investissement de long terme. Leurs réponses montrent que si la majorité d'entre eux pense qu'il consiste à bâtir des performances de long terme en s'appuyant sur celles obtenues à moyen et court terme, ils sont quand même 46% à partager une autre vision. Pour 28% d'entre eux, on peut choisir de sacrifier un peu de performance court terme pour mieux se prémunir des risques de long terme ; 18% se déclarent même prêts à accepter un moindre rendement au bénéfice d'un développement plus durable.

■ INTÉGRATION DES CRITÈRES ESG ET RESPONSABILITÉ FIDUCIAIRE



Une très grande majorité d'investisseurs institutionnels européens (84%) considèrent qu'il n'y a pas de contradiction entre l'intégration de critères ESG et leur responsabilité fiduciaire. Ces résultats témoignent de la progression de cette idée, vivement débattue il y a encore 5 ans avant le lancement des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) des Nations-Unies.

■ INTÉGRATION DES CRITÈRES ESG ET RESPONSABILITÉ JURIDIQUE



Un quart des répondants estime que négliger les enjeux extra-financiers peut représenter un risque juridique. Cette idée n'est pas partagée par la moitié des répondants. Il semblerait donc que 26% seulement des investisseurs interrogés aient assimilé les conclusions des rapports réalisés par des juristes, publiés en 2005 et 2009 sous l'égide de l'Initiative Finance du Programme des Nations Unies pour l'Environnement (Unef-Fi), qui estiment que les bénéficiaires et les clients des institutions financières risquent de les attaquer pour des pertes financières susceptibles d'avoir un lien avec l'absence de prise en compte de facteurs ESG.

PRATIQUES EUROPEENNES D'INTEGRATION ESG

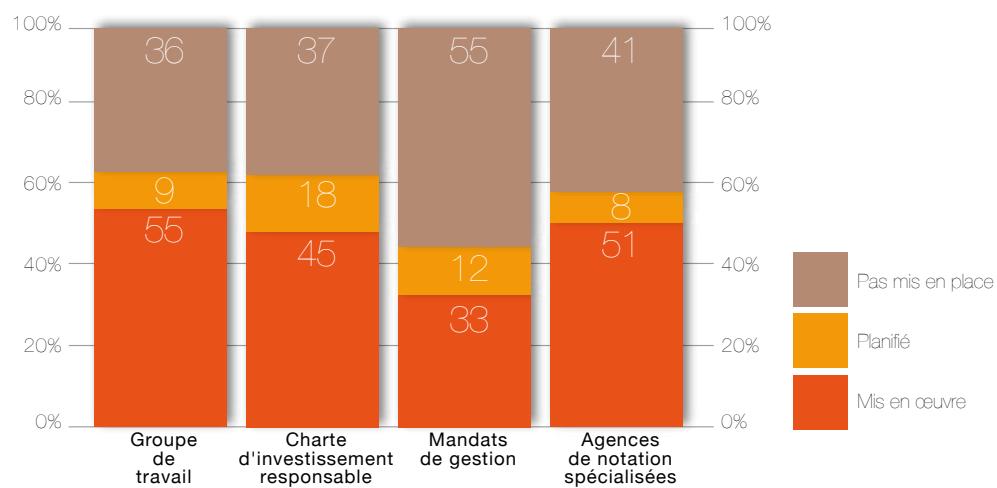
69% des investisseurs institutionnels interrogés déclarent prendre en compte les enjeux ESG dans la gestion de leurs actifs. Ce chiffre spectaculaire recouvre des pratiques extrêmement diverses qui vont d'une sensibilisation à ces questions par de l'analyse extra-financière à l'exclusion du financement direct ou indirect de la production d'armes controversées pour protéger sa réputation.

Pour mieux comprendre quelles pratiques évoquent les répondants de l'enquête, des questions plus précises leur ont été posées.

Il est important de noter qu'il existe d'importantes disparités d'un pays à l'autre.

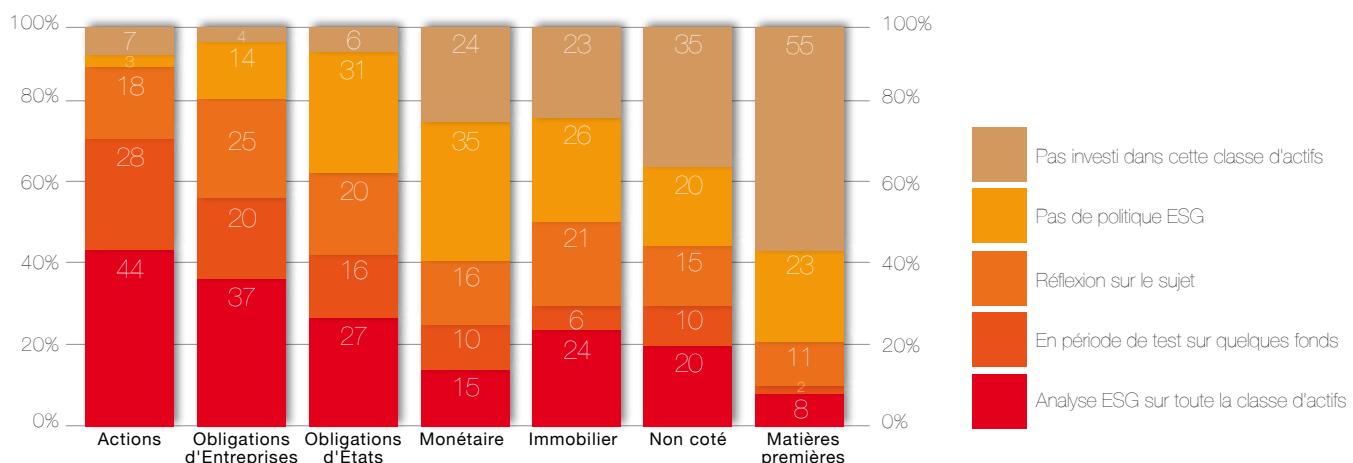
Seules les réponses des investisseurs institutionnels déclarant intégrer les critères ESG dans leur gestion d'actifs, soit 69% du panel initial, ont été prises en compte ici.

■ DISPOSITIFS DE GESTION EXTRA-FINANCIÈRE



Il est intéressant de noter que les mandats de gestion incluant des critères ESG ne représentent qu'un tiers des réponses, la majorité des répondants en étant encore à un stade d'acculturation de l'analyse extra-financière via le recours aux agences de notation spécialisées (51%) ou la mise en place de groupes de travail sur le sujet (55%). 45% des répondants concernés déclarent avoir signé une charte d'investissement responsable qui peut n'être qu'un simple engagement sans traduction concrète.

■ RÉPARTITION PAR CLASSES D'ACTIFS DE L'INTÉGRATION DE CRITÈRE ESG

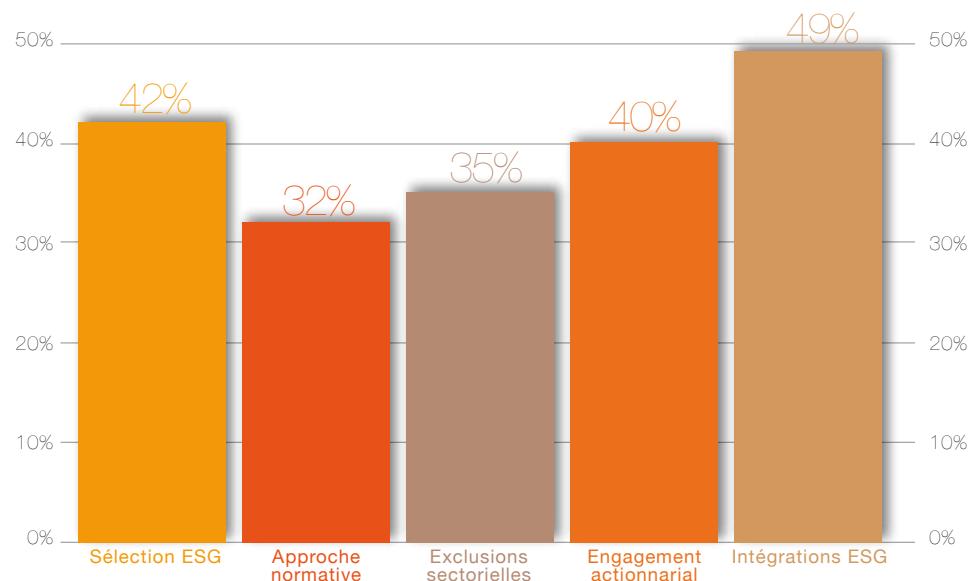


Les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) des Nations Unies ont accrédité l'idée que l'intégration de critères ESG peut être étendue à toutes les classes d'actifs détenues par les investisseurs institutionnels. Mais l'offre d'analyse extra-financière étant encore très concentrée sur les grandes entreprises cotées, il est logique que la mise en œuvre d'une politique d'intégration ESG les concerne plus particulièrement.

L'investissement en actions est en effet la classe d'actif qui fait l'objet de l'analyse extra-financière la plus avancée. 44% des investisseurs institutionnels affirment avoir déployé une démarche dans ce domaine, 28% assurant effectuer des tests sur quelques fonds. Ils étendent la démarche aux obligations d'entreprises pour 37% d'entre eux.

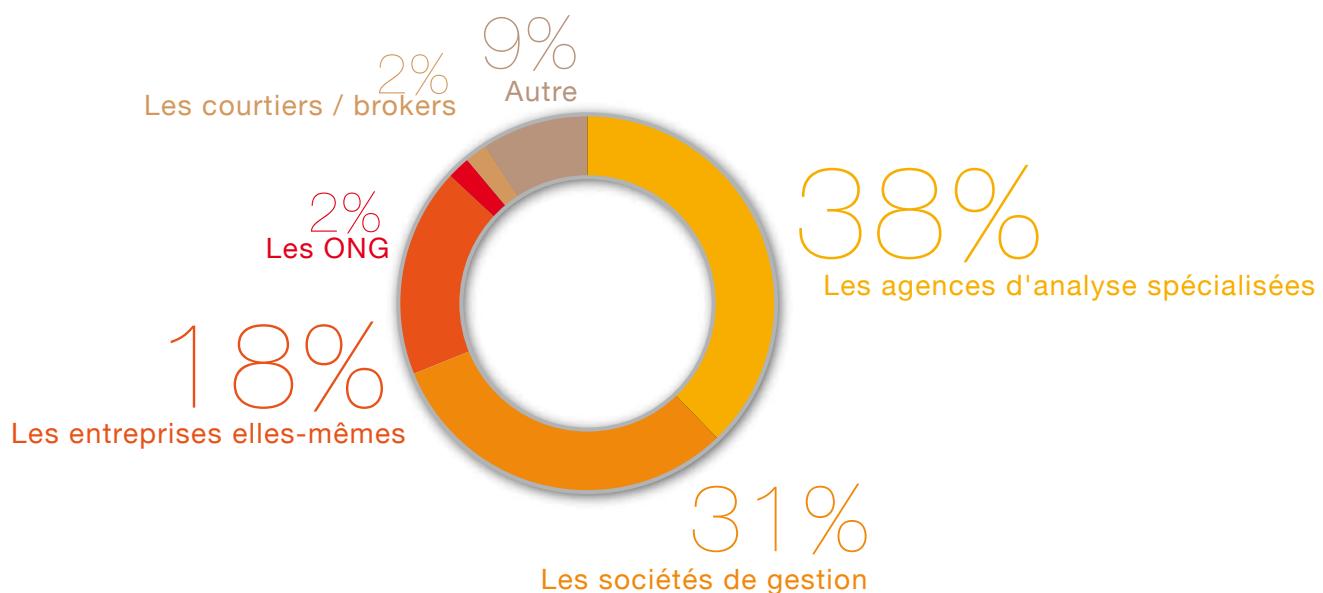
Il est plus surprenant de constater que 24% déclarent avoir une démarche ESG dans les placements immobiliers puisque ce type d'approche est encore peu développé et le plus souvent cantonné à la seule dimension de la performance énergétique des bâtiments.

■ APPROCHES DE GESTION EXTRA-FINANCIÈRE PRIVILÉGIÉES (PLUSIEURS RÉPONSES POSSIBLES)



Il est important de noter que les divers types d'approches de gestion extra-financière sont le plus souvent combinés par les investisseurs interrogés avec une dominante d'intégration ESG (voir définitions). Les seules exclusions sectorielles et/ou normatives sont utilisées comme unique approche dans moins de 10% des cas. Les disparités nationales sont fortes. Alors que les pays d'Europe du nord privilégient l'engagement actionnarial plutôt que la sélection ESG (50% contre 39%), les investisseurs des pays du sud de l'Europe font l'inverse (10% d'engagement contre 50% de sélection ESG).

■ FOURNISSEURS D'INFORMATION EXTRA-FINANCIÈRE



38% des investisseurs institutionnels affirment que les agences de notation extra-financière constituent la source d'information la plus utile pour l'analyse ESG des émetteurs.

Ceci dit, ils sont respectivement 31% et 18% à estimer que les sociétés de gestion, voire les entreprises elles-mêmes, sont aussi des sources d'information extra-financière utiles.

Définitions :

■ **LA SÉLECTION ESG OU L'APPROCHE « BEST-IN-CLASS »** consiste à sélectionner les émetteurs de chaque secteur ayant les meilleures notes extra-financières.

■ **L'EXCLUSION NORMATIVE** consiste à éliminer de son univers d'investissement des entreprises ou des États qui ne respectent pas certaines normes ou traités internationaux comme les conventions de l'Organisation Internationale du Travail (OIT).

■ **L'EXCLUSION SECTORIELLE** consiste à éliminer de son univers d'investissement des secteurs considérés comme non conformes à ses valeurs (tabac, alcool, armement...).

■ **L'ENGAGEMENT** est un terme utilisé pour désigner une activité de dialogue entre un actionnaire et une entreprise dans le but d'améliorer la valeur de l'entreprise, à moyen et long terme, en facilitant une meilleure prise en compte des facteurs de risques environnementaux et sociétaux. Quand ce dialogue ne donne aucun résultat, l'investisseur-actionnaire peut rendre le débat public soit lors des assemblées générales, soit en annonçant son désinvestissement et en expliquant qu'il est lié à des motifs d'ordre extra-financier.

■ **L'INTÉGRATION ESG** est une pratique d'investissement responsable moins systématique et donc moins contraignante pour la gestion financière que l'approche ISR. Elle consiste soit à prendre en compte quelques critères ESG clés mais isolés et au cas par cas, soit à mettre de l'analyse ESG à disposition de l'ensemble des équipes de gestion, soit à encourager des travaux conjoints entre analystes financiers et extra-financiers.

Allemagne



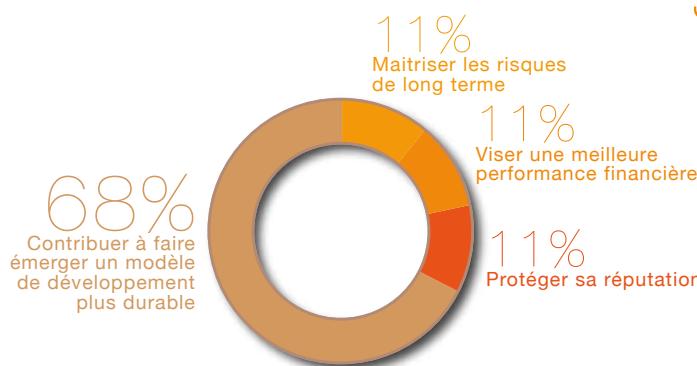
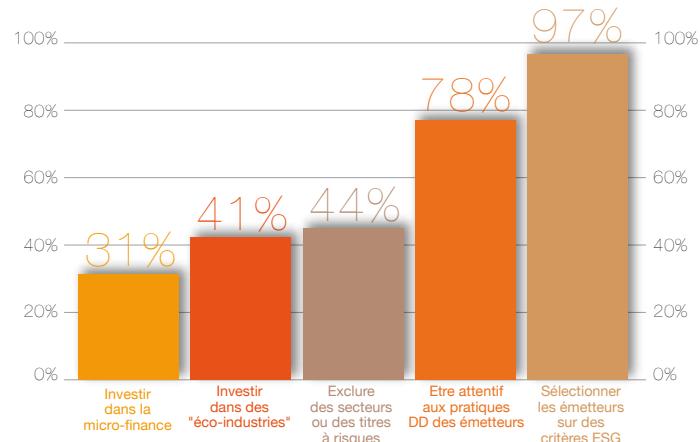
32 investisseurs interrogés
détenant 1872 Mds € d'actifs

(12,9 Mds € d'encours «Core SRI» et 3 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration des enjeux ESG,
c'est d'abord de la sélection

Les Allemands considèrent, dans leur quasi-totalité, que l'intégration des enjeux ESG consiste à « sélectionner les émetteurs sur des critères ESG ». Il est important de noter que 41% d'entre eux estiment qu'investir dans des éco-industries fait partie de ce type de stratégie. Ces résultats sont en ligne avec les pratiques allemandes qui sont très orientées vers le fonds thématiques environnementaux.

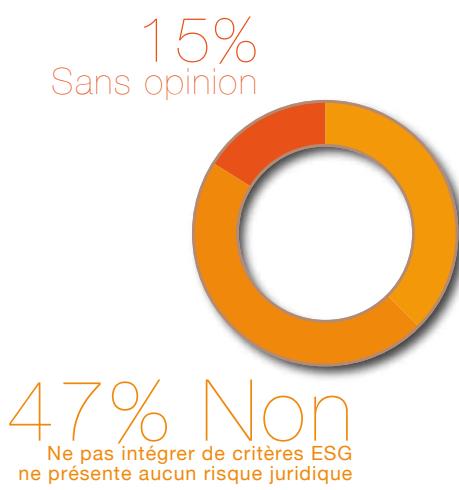
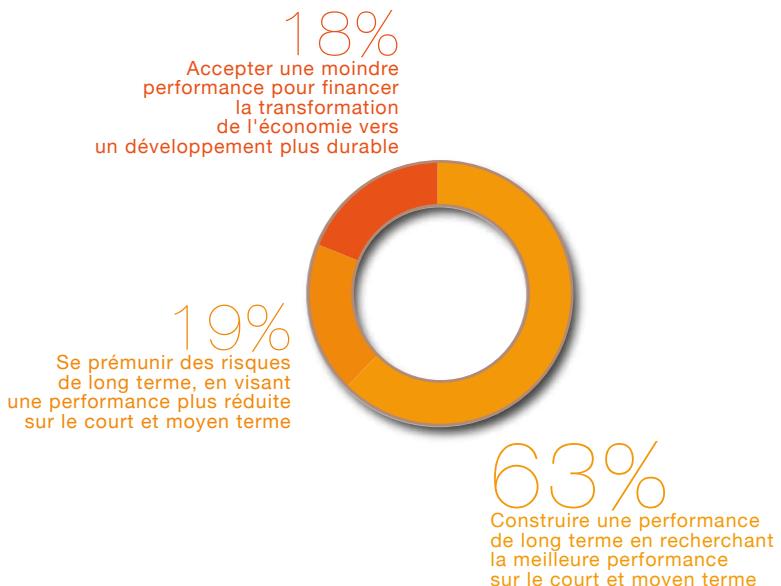


Jouer un rôle dans la promotion du développement durable

Les investisseurs allemands sont parmi les plus engagés, au sens où ils sont 68% à mettre en avant l'intégration de critères ESG comme une contribution à l'émergence d'un développement plus durable. Ces convictions sont plutôt partagées par les pays du Sud de l'Europe (Espagne, France et Italie). C'est pour eux l'enjeu principal, les autres facteurs restant très minoritaires et également partagés.

Priorité à la performance

Près de deux tiers des répondants affirment rechercher avant tout la meilleure performance sur le moyen et court terme. Cela peut sembler contradictoire avec la conviction qu'il faut intégrer des critères ESG pour faire la promotion du développement durable. Ils ne sont que 19% à envisager d'accepter une performance moindre à court terme.



Responsabilité fiduciaire et intégration du critère ESG sont compatibles

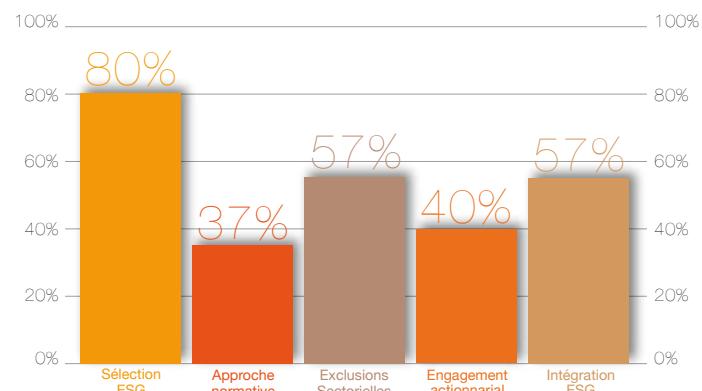
Pour 94% des investisseurs institutionnels allemands, l'intégration des critères ESG n'est pas en contradiction avec leur responsabilité fiduciaire.

Plus d'un tiers (38%) considère même que négliger les enjeux extra-financiers représente un risque juridique.

PRATIQUES

Éventail de pratiques étendu

Si les investisseurs institutionnels allemands mettent en avant la méthode de sélection ESG, ils s'intéressent de façon significative aux autres pratiques. Plus de la moitié d'entre eux met en avant le recours aux exclusions sectorielles mais ils sont tout aussi nombreux à évoquer l'intégration ESG.



Belgique

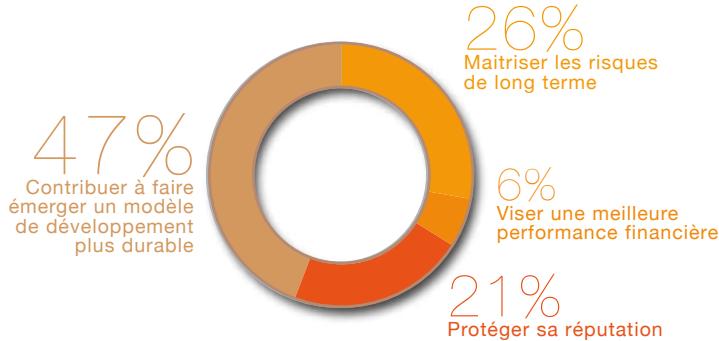
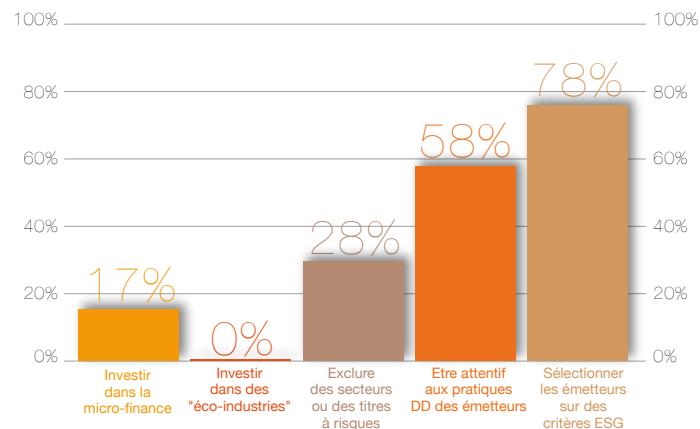
19 investisseurs interrogés
détenant 99 Mds € d'actifs

(24,4 Mds € d'encours «Core SRI» et 2 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration des enjeux ESG,
très majoritairement
de la sélection

Avec les Français, les investisseurs belges sont les seuls à exclure les « clean tech » de la notion d'intégration ESG. Ils sont près de 80% à y associer la « sélection des émetteurs sur des critères ESG » et près de 60% à penser que cela consiste à analyser les pratiques de développement durable des émetteurs. Les démarches d'exclusion arrivent loin derrière avec 28%.



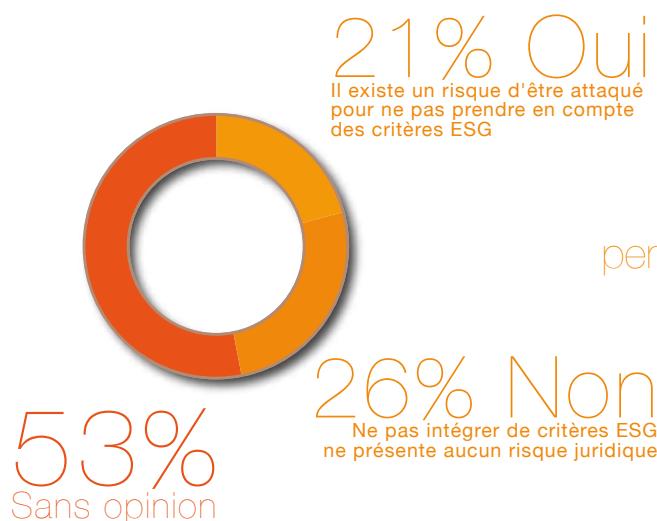
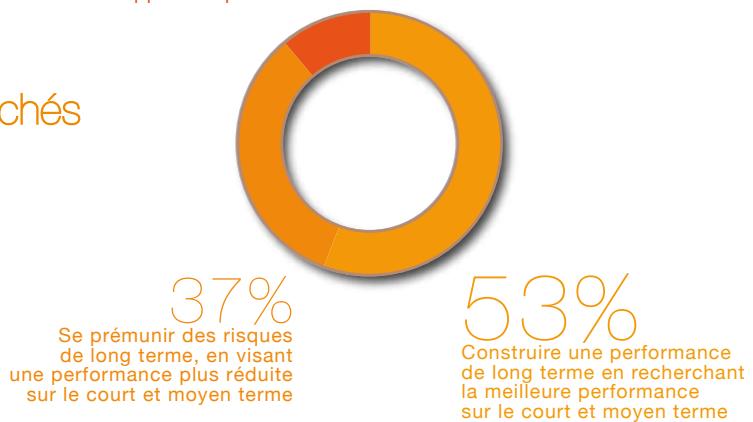
Conviction et bénéfices à parts égales

Les institutions belges interrogées se répartissent presque équitablement entre celles qui pensent qu'il faut intégrer les critères ESG pour favoriser un développement plus durable (47%) et celles qui estiment que cela apporte un bénéfice mesurable en termes de maîtrise des risques (28%) ou de protection de sa réputation (21%). En revanche, seules 6% d'entre elles pensent que cela apporte un plus d'ordre financier.

10%
Accepter une moindre performance pour financer la transformation de l'économie vers un développement plus durable

Comportement court-termiste des asset owners sur les marchés

Les convictions des investisseurs belges ne les conduisent pas forcément à penser qu'investir à long terme peut consister à sacrifier une performance de court terme au bénéfice d'un développement plus durable. Ils ne sont que 10% dans ce cas de figure, 53% affirmant au contraire qu'une performance de long terme ne se construit qu'avec des performances financières de court et moyen terme.



La responsabilité fiduciaire des investisseurs institutionnels permet l'intégration de critères ESG

Pour 78% des investisseurs institutionnels belges, l'intégration des critères ESG n'est pas en contradiction avec leur responsabilité fiduciaire.

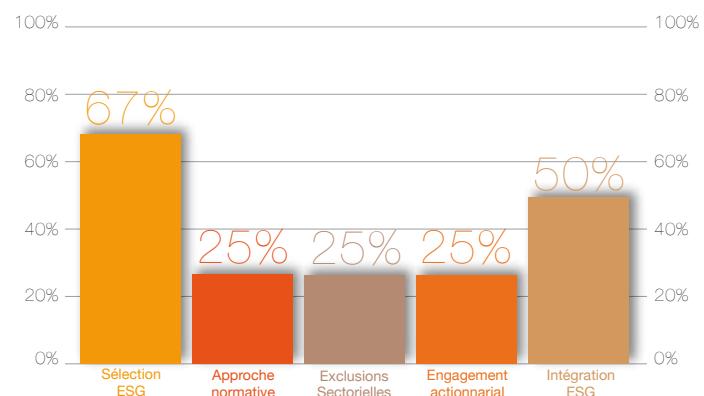
En revanche, ils sont nombreux à ne pas avoir intégré l'idée que cela puisse faire l'objet d'un contentieux. 53% des investisseurs interrogés n'ont pas d'opinion sur le risque juridique que pourrait constituer l'absence de prise en compte de critères ESG.

PRATIQUES

Sélection ESG, l'approche privilégiée

Le panel belge intégrant les critères ESG est proche de celui de la France, dans la mesure où il met en œuvre d'abord une sélection ESG et met sur le même plan les approches normatives, d'engagement actionnarial et d'exclusions sectorielles qui ne représentent chacune qu'un quart des pratiques.

Enquête réalisée avec le concours du Réseau Financement Alternatif.



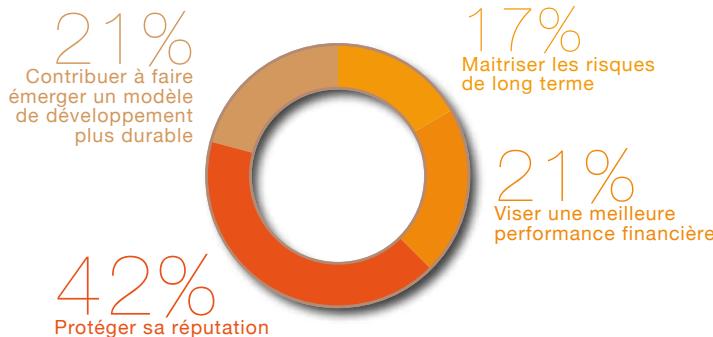
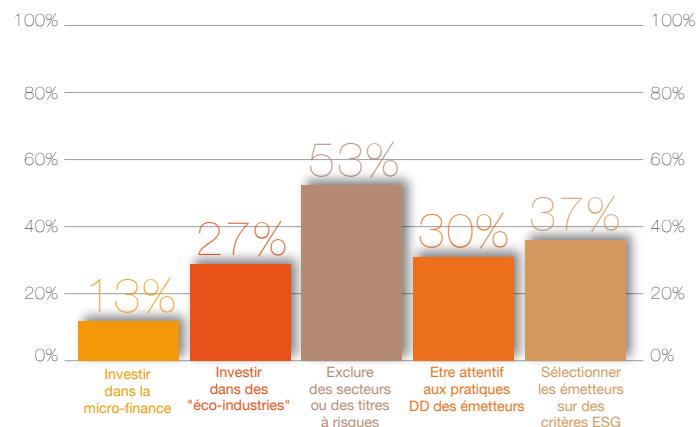
30 investisseurs interrogés détenant 140 Mds € d'actifs

(143,9 Mds € d'encours «Core SRI» et 17 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration des enjeux ESG, synonyme d'exclusion

Les répondants danois sont les seuls qui citent d'abord l'exclusion de secteurs à risques comme définition de ce qu'est l'intégration ESG, à 53%. C'est d'autant plus intéressant que la sélection des émetteurs sur des critères ESG arrive loin derrière (37%) et que la notion d'investissement dans les « clean tech » représente 27% des réponses. Leur vision du développement durable semble assez décalée des autres répondants européens.



La protection de la réputation, facteur clé

Au Danemark, comme dans les autres pays scandinaves, les investisseurs institutionnels mentionnent d'abord la protection de la réputation comme facteur incitatif. Ils sont moitié moins (21%) à mettre en exergue le désir de contribuer à un développement plus durable. Ils placent cette notion sur quasiment le même plan que la maîtrise des risques de long terme ou l'amélioration de la performance financière.

Priorité au court terme

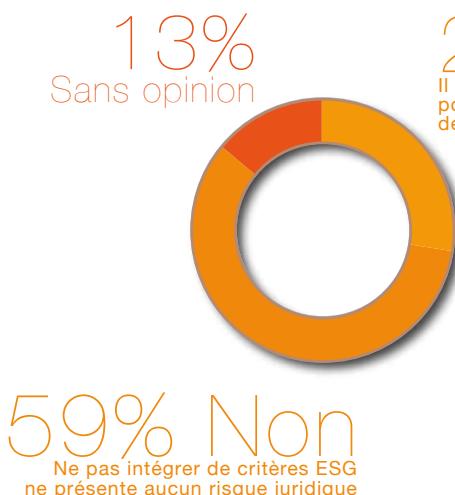
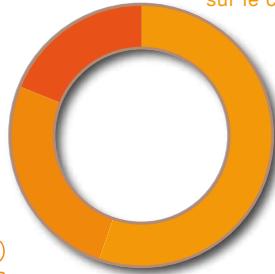
Les réponses des investisseurs danois sont en ligne les unes avec les autres.

56% des répondants affirment qu'une meilleure performance financière sur le court et moyen terme est le moyen d'avoir une bonne performance à long terme.

19% seulement acceptent l'idée de compromettre une performance de court terme pour faire émerger un développement plus durable.

19%
Accepter une moindre performance pour financer la transformation de l'économie vers un développement plus durable

56%
Construire une performance de long terme en recherchant la meilleure performance sur le court et moyen terme



28% Oui
Il existe un risque d'être attaqué pour ne pas prendre en compte des critères ESG

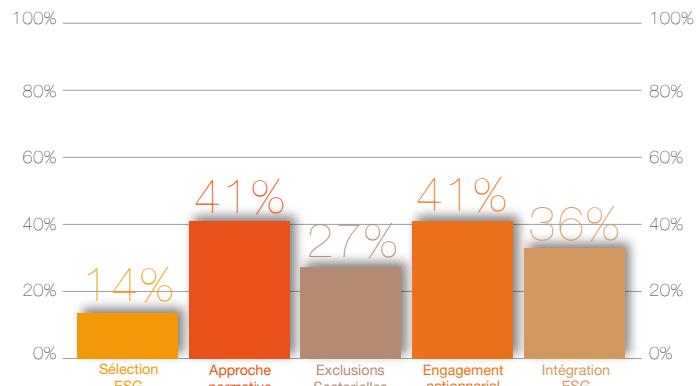
Faible perception du risque juridique

Pour 78% des investisseurs institutionnels danois, l'intégration des critères ESG n'est pas en contradiction avec leur responsabilité fiduciaire. Mais seuls 28% d'entre eux estiment que négliger les enjeux extra-financiers représente un risque juridique. Ils sont beaucoup plus sensibles à leur risque de réputation.

PRATIQUES

Approches normatives combinées à de l'engagement

Les investisseurs institutionnels danois, qui déclarent aux trois quarts avoir des pratiques d'intégration ESG, privilégient logiquement l'approche normative à 41%. C'est elle qui leur permet de protéger leur réputation. Ils utilisent aussi l'engagement actionnarial mais les pratiques de sélection ESG, contrairement au reste de l'Europe, sont très peu répandues (14% du panel).



Espagne

Novaster

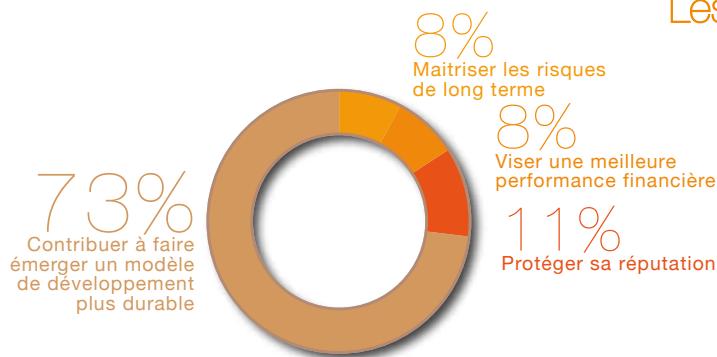
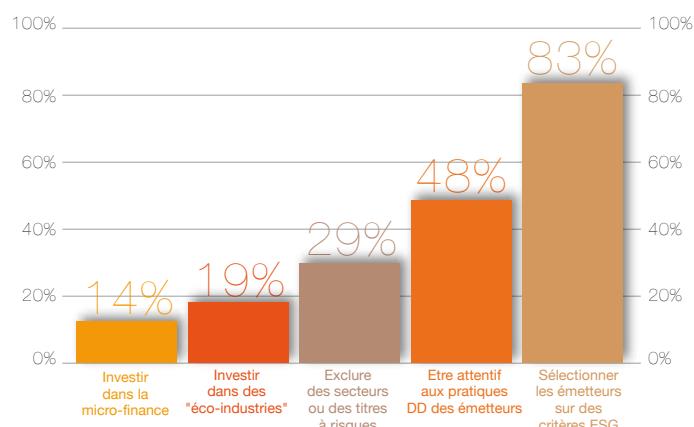
42 investisseurs interrogés
détenant 43 Mds € d'actifs

(14,7 Mds € d'encours «Core SRI» et 7 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration des enjeux ESG
consiste à sélectionner
des valeurs

Si le marché espagnol est encore modeste, la compréhension de ce qu'est l'intégration des enjeux ESG semble bonne. 83% des répondants citent d'abord la « sélection des émetteurs sur des critères ESG ». Ils ne sont par ailleurs que 19% à considérer que l'investissement dans les « clean tech » est aussi une façon d'intégrer des critères ESG.

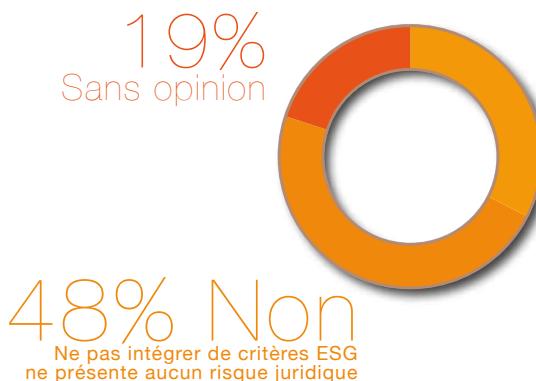
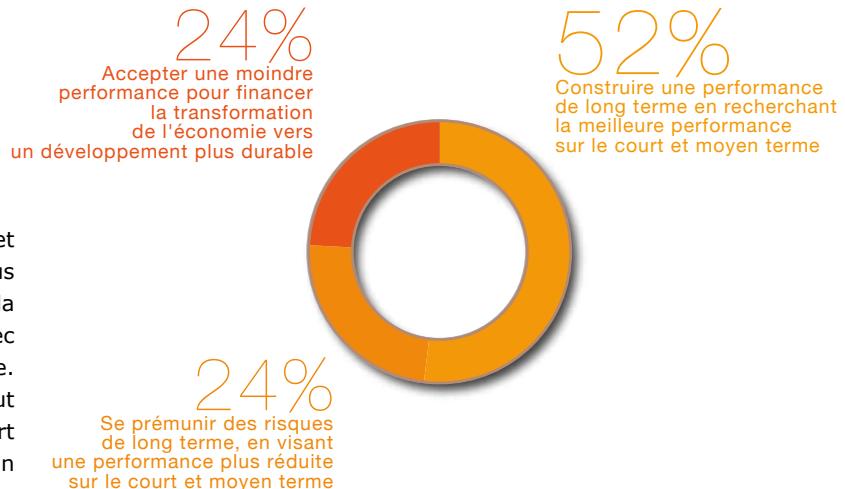


Les institutions espagnoles mettent
en avant leurs convictions

Les institutions espagnoles se distinguent des autres asset owners européens interrogés, puisque pour près de trois quart des répondants, c'est la conviction de contribuer à faire émerger un modèle de développement plus durable qui est le plus gros facteur d'incitation à intégrer des critères ESG. Ils placent très loin derrière les notions de protection de leur réputation (11%) ou la maîtrise des risques de long terme (8%).

Le court terme d'abord

Il faut nuancer l'impression d'engagement et de conviction donnée par les Espagnols. Plus de la moitié des répondants affirme que la performance de long terme se construit avec celles obtenues sur le court et moyen terme. Un quart d'entre eux acceptent malgré tout l'idée d'une performance moindre, à court terme, pour contribuer à faire émerger un développement durable.



33% Oui
Il existe un risque d'être attaqué pour ne pas prendre en compte des critères ESG

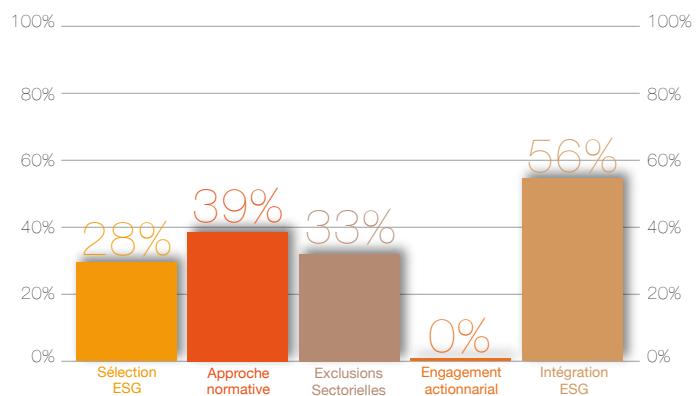
La responsabilité fiduciaire et l'intégration des critères ESG sont compatibles

Pour 86% des investisseurs institutionnels espagnols, l'intégration des critères ESG ne s'oppose pas à leur responsabilité fiduciaire. Même si, comme l'Italie, l'Espagne est encore un petit marché de l'ISR, la compréhension des notions d'intégration ESG semble plus développée chez les investisseurs espagnols que chez leurs homologues italiens puisqu'un tiers des répondants estime que négliger les enjeux extra-financiers représente un risque juridique.

PRATIQUES

L'intégration ESG et les approches normatives et sectorielles mises en avant

Si à peine la moitié du panel déploie des pratiques d'intégration ESG, les investisseurs institutionnels espagnols sont encore loin d'avoir des démarches très structurées. La sélection ESG n'est pratiquée que par 28% d'entre eux alors que l'approche normative concerne 39% des organisations interrogées. L'engagement actionnarial est lui tout à fait inexistant.



Finlande

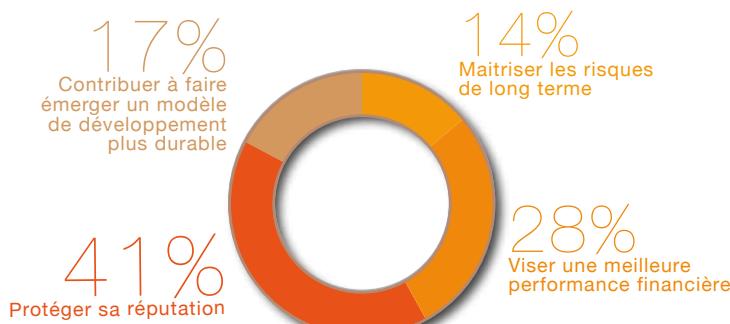
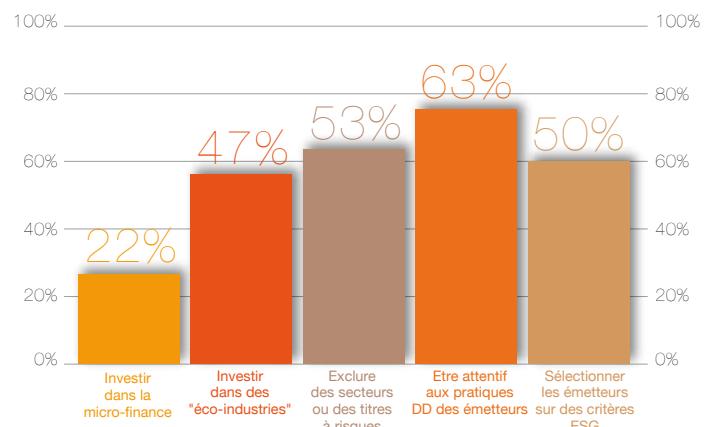
32 investisseurs interrogés
détenant 80 Mds € d'actifs

(64,4 Mds € d'encours «Core SRI» et 7 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration des enjeux ESG bien comprise

La vision finlandaise de l'intégration ESG est en ligne avec le fait que les pratiques de gestion ISR y sont encore peu développées et les préoccupations environnementales fortes. Les répondants finlandais considèrent que l'intégration ESG consiste en des pratiques variées qui commencent par l'attention portée aux pratiques de développement durable des émetteurs (63%), continuent avec l'exclusion de secteurs à risque (53%) et se poursuit par la sélection des émetteurs sur des critères ESG (50%). C'est le pays où l'investissement dans les « clean tech » est le plus cité (47%) et la part de la micro-finance particulièrement élevée (22%).



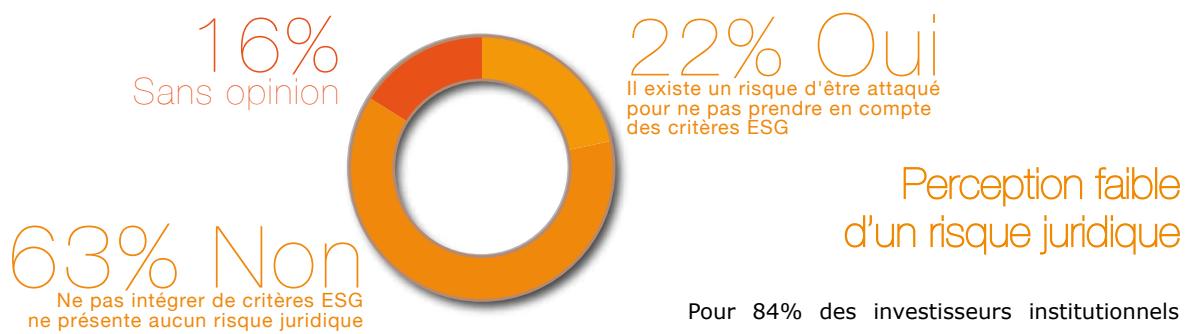
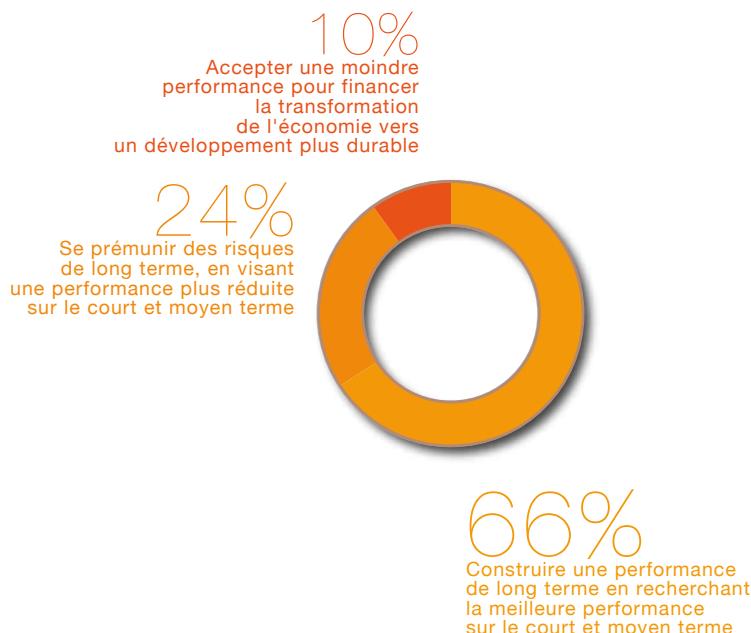
Protéger sa réputation d'abord

La Finlande a une autre particularité. C'est le pays où le nombre d'investisseurs mettant en avant la volonté de contribuer au développement durable pour intégrer des critères ESG est le plus faible : 17%. La protection de leur réputation est beaucoup plus importante. Elle est citée par 41% des répondants. Ceci dit les choix de placements des investisseurs institutionnels peuvent faire la une des journaux dans les pays scandinaves ce qui est beaucoup plus rare dans d'autres pays.

Les performances de court-terme priment

Les répondants finlandais sont cohérents. Dans la mesure où ils ne relient pas ou peu l'intégration ESG avec leurs convictions, il est logique que seuls 10% d'entre eux pensent qu'il est possible de sacrifier une performance de court terme au bénéfice d'un développement plus durable.

66% d'entre eux estiment en revanche que seules les performances de court et moyen terme construisent les performances de long terme.

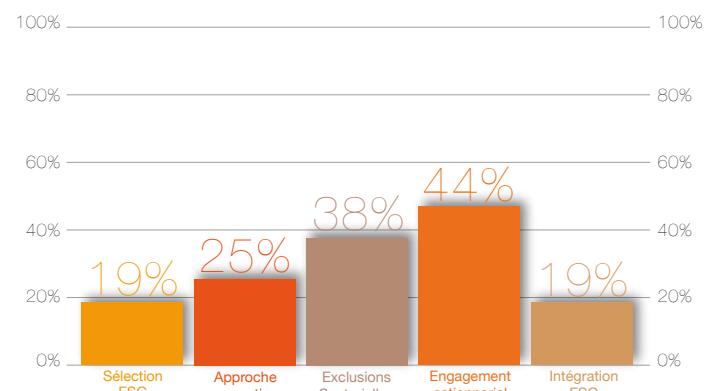


Pour 84% des investisseurs institutionnels finlandais, l'intégration des critères ESG n'est pas en contradiction avec leur responsabilité fiduciaire. Mais ils sont assez peu à considérer que ne pas le faire représente un risque juridique. 22% seulement pensent qu'ils pourraient être attaqués pour cela.

PRATIQUES

Les approches d'exclusion et d'engagement sont privilégiées

Les investisseurs institutionnels finlandais, dont un peu moins de la moitié déclare avoir des pratiques d'intégration ESG, font d'abord de l'engagement actionnarial à 44%. Les exclusions sectorielles viennent juste derrière avec 38%, ce qui est très lié à la notion de protection de la réputation.



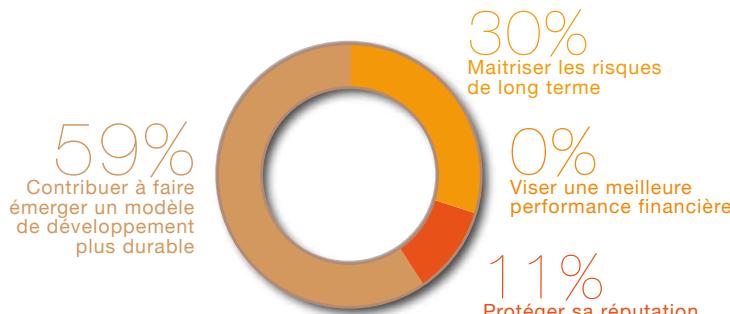
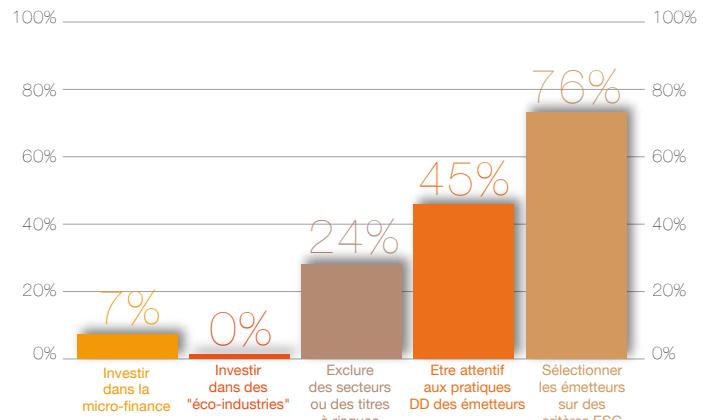
29 investisseurs interrogés détenant 813 Mds € d'actifs

(50,7 Mds € d'encours «Core SRI» et 5 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration des enjeux ESG est axée sur la sélection des émetteurs

La France est le seul pays, avec la Belgique, où aucun investisseur interrogé n'associe intégration ESG et investissement dans les « clean tech ». Pour les Français, il s'agit d'abord de sélectionner des émetteurs sur des critères ESG (76%). Presque un quart d'entre eux y inclut quand même l'exclusion de secteurs ou de titres présentant des risques extra-financiers.

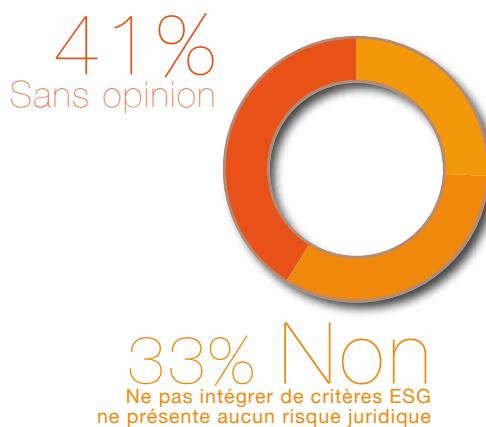
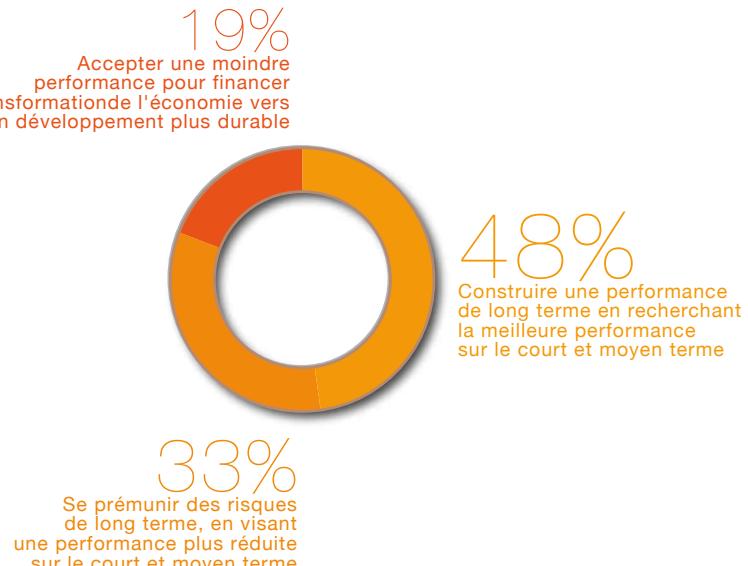


Des acteurs motivés par leurs valeurs et leurs convictions

La plupart des institutions françaises interrogées (59%) mettent en avant leurs convictions comme facteur d'incitation à intégrer des critères ESG. La notion de maîtrise des risques de long terme arrive loin derrière avec 30% des suffrages. Autre résultat remarquable : aucun investisseur ne fait le lien entre intégration de critères ESG et amélioration de la performance financière.

Comportement court-termiste des asset owners sur les marchés

Les résultats de cette question sont contradictoires avec celle portant sur l'intégration de critères ESG. Près de la moitié des institutions interrogées continuent à privilégier la notion de performance de court terme pour construire celle sur le long terme. Seuls 19% pensent que le développement durable justifie des arbitrages au détriment du court terme.



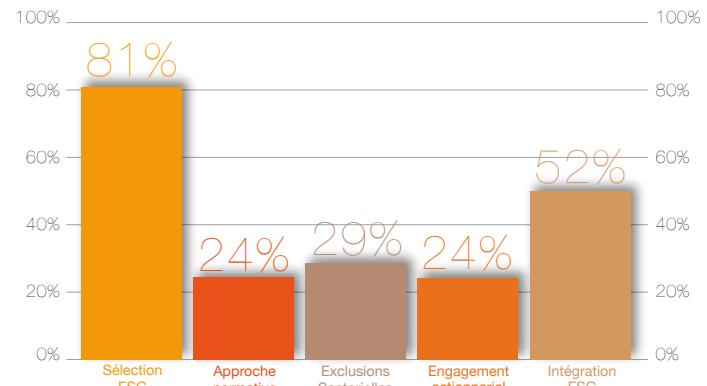
L'intégration des critères ESG et la responsabilité fiduciaire sont compatibles

L'enquête montre que pour 81% des investisseurs institutionnels français, l'intégration des critères ESG n'est pas en contradiction avec leur responsabilité fiduciaire. 26% estiment même que négliger les enjeux extra-financiers représente un risque juridique.

PRATIQUES

La sélection ESG plébiscitée

Les investisseurs institutionnels français se distinguent de ceux des autres pays européens, et notamment du nord de l'Europe, en privilégiant largement les pratiques dites de « sélection ESG » (81%) et en n'ayant que très peu recours à l'approche d'engagement actionnarial (24%) qu'ils mettent sur le même plan que l'approche normative.



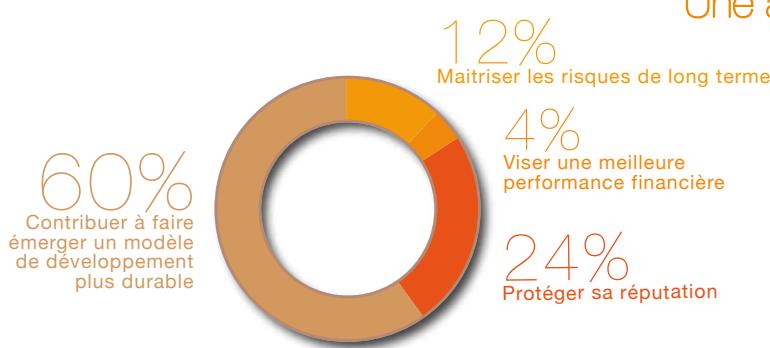
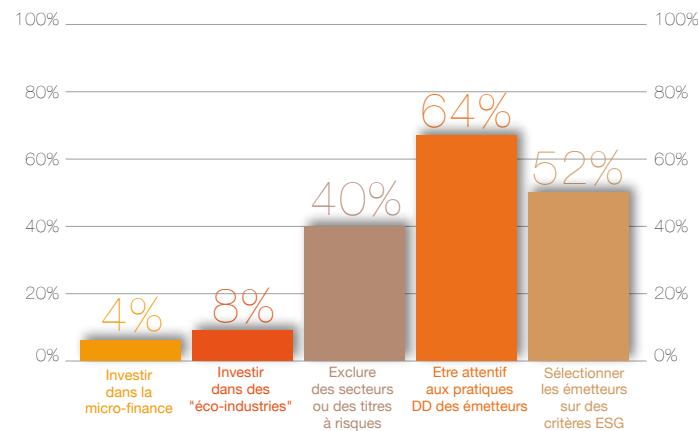
25 investisseurs interrogés détenant 521 Mds € d'actifs

(13,1 Mds € d'encours «Core SRI» et 1 signataire des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

L'intégration de critères ESG, synonyme de vigilance sur les pratiques de développement durable des émetteurs

Le marché ISR italien est encore peu développé et les réponses du panel en témoignent. Les investisseurs institutionnels interrogés mettent quasiment sur le même plan l'attention portée aux pratiques développement durable des émetteurs (64%), la sélection sur des critères ESG (52%) et l'exclusion (40%) pour définir ce qu'est l'intégration ESG. Ils la différencient malgré tout nettement de l'investissement dans les « clean tech » ou de la micro-finance.

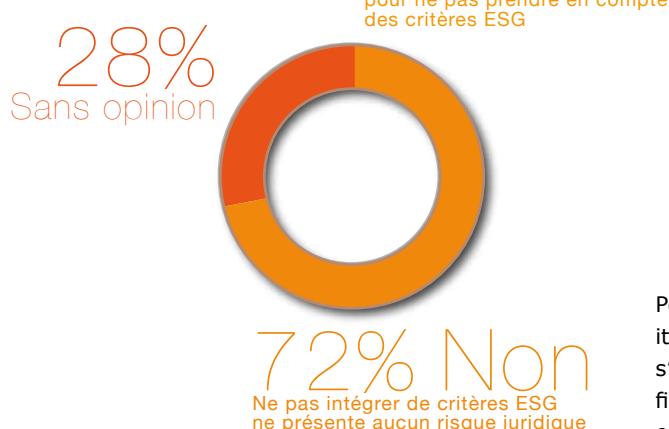
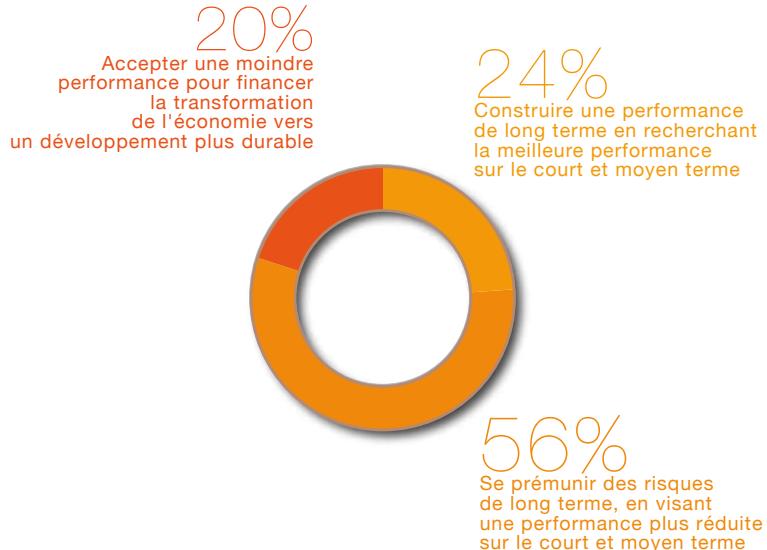


Une affaire de convictions avant tout

Les réponses à la question sur les facteurs incitant à intégrer des critères ESG dans la gestion reflètent cet état d'esprit. 60% considèrent qu'intégrer les critères ESG est une affaire de conviction, 24% que cela permet de protéger sa réputation. La maîtrise des risques de long terme ou la contribution à la performance financière sont citées loin derrière.

Les asset owners italiens prudents sur la notion de court terme

Le panel d'investisseurs italiens est en décalage avec ceux des autres pays européens sur la définition de l'investissement de long terme. Si 20% pensent qu'il est envisageable d'hypothéquer ses performances de court terme au bénéfice du développement durable, 56% se déclarent prêts à diminuer la performance de court terme pour mieux se prémunir des risques de long terme. Les leçons de la crise seraient-elles mieux assimilées en Italie ?



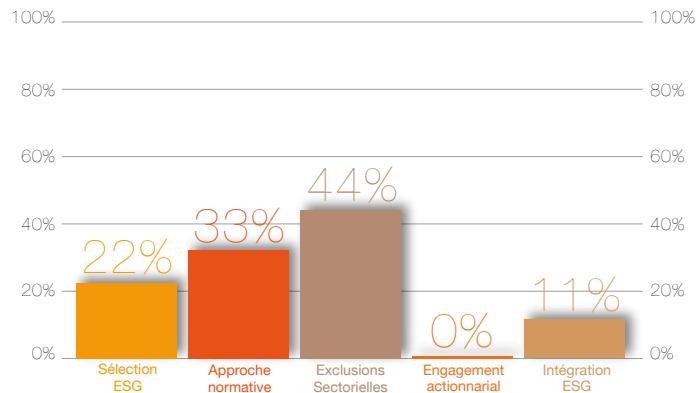
Les critères ESG sont compatibles avec la responsabilité fiduciaire des répondants

Pour 84% des investisseurs institutionnels italiens, l'intégration de critères ESG ne s'oppose pas avec leur responsabilité fiduciaire. Mais il est clair que le sujet est encore très émergent en Italie puisque 72% des investisseurs interrogés n'envisagent pas être attaqués par un bénéficiaire pour négligence d'intégration des critères ESG.

PRATIQUES

L'exclusion et les approches normatives privilégiées

Les asset owners italiens, qui ne sont qu'un tiers à avoir des pratiques d'intégration, se distinguent aussi des autres panels européens en privilégiant principalement les pratiques d'exclusions sectorielles (44%) et les approches normatives (33%). Ils sont moins d'un quart à recourir à l'approche dite de sélection ESG, signe du faible développement de l'ISR en Italie. Quant à l'engagement actionnarial, il est inexistant.



Pays-Bas



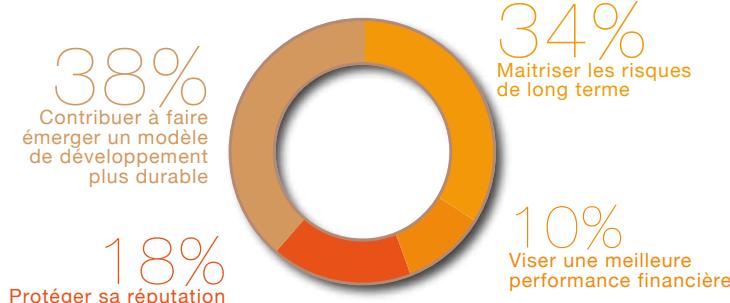
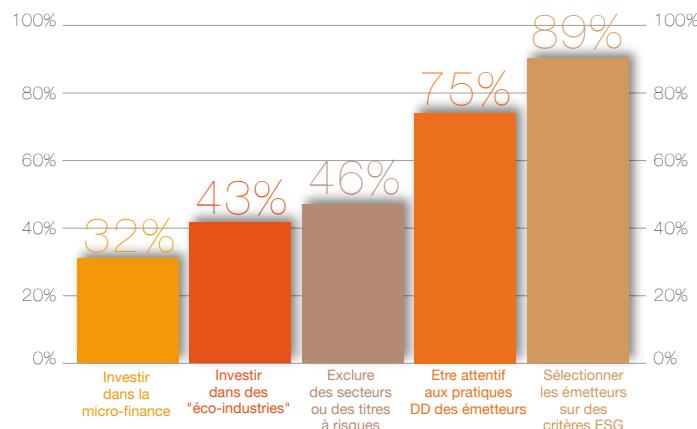
25 investisseurs interrogés détenant 854 Mds € d'actifs

(130,1 Mds € d'encours «Core SRI» et 21 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

Sélection des émetteurs sur des critères extra-financiers majoritaire

Les répondants hollandais témoignent de leur vision variée de ce qu'est l'intégration ESG. Si près de 90% d'entre eux estiment qu'il s'agit de « sélectionner les émetteurs sur des critères ESG », pour respectivement 43% et 46% des institutions interrogées, elle signifie aussi investir dans des fonds thématiques ou exclure des secteurs à risques. La microfinance représente un tiers des réponses ; le seul autre pays où on trouve un score similaire est l'Allemagne.

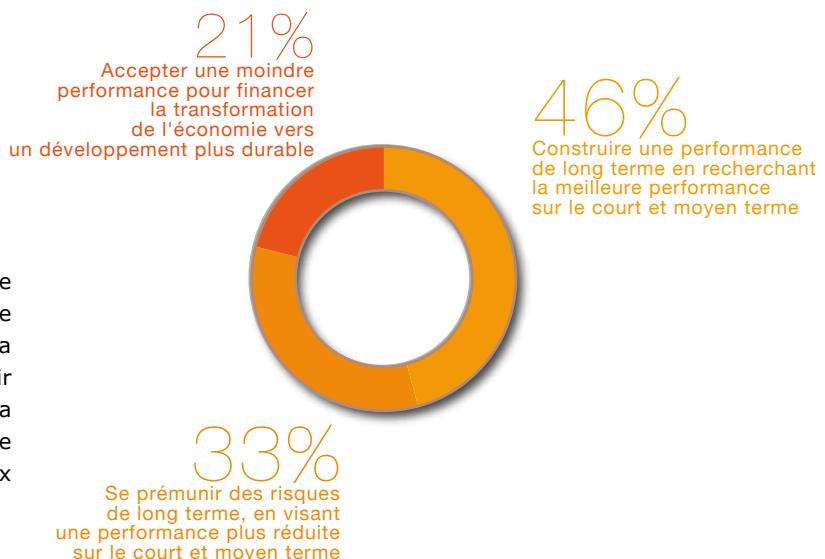


Les asset owners motivés par les bénéfices d'une gestion extra-financière

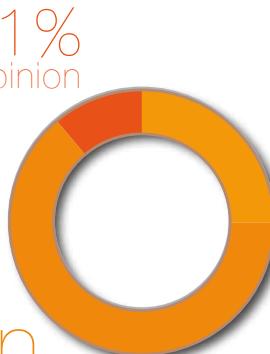
Les Pays-Bas sont un des pays où l'intégration des critères ESG relève tout autant du désir de contribuer à un monde plus durable (38%) que de l'idée qu'elle apporte un bénéfice en termes de gestion de risques (34%). La protection de la réputation ou la contribution à la performance financière sont beaucoup moins importantes pour les investisseurs interrogés.

Comportement court-termiste des asset owners sur les marchés

Un tiers des répondants hollandais pense qu'être un investisseur de long terme peut consister à sacrifier une partie de sa performance de court terme pour se prémunir des risques de long terme. Ce n'est pas la position majoritaire mais elle est le signe d'une appropriation de l'impact des enjeux ESG.



64% Non
Ne pas intégrer de critères ESG ne présente aucun risque juridique



25% Oui
Il existe un risque d'être attaqué pour ne pas prendre en compte des critères ESG

Une question de responsabilité

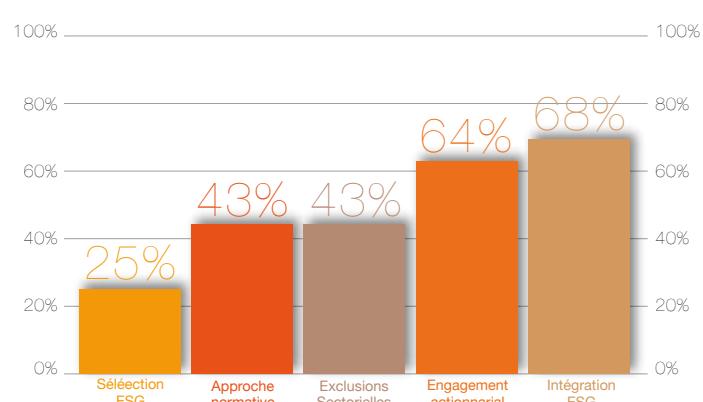
Aux Pays-Bas, 81% des investisseurs institutionnels estiment que l'intégration des critères ESG est compatible avec leur responsabilité fiduciaire.

25% considèrent même que négliger les enjeux extra-financiers représente un risque juridique.

PRATIQUES

L'engagement actionarial couplé à l'intégration ESG

Les investisseurs institutionnels hollandais mettent en œuvre principalement des pratiques d'intégration ESG et d'engagement actionarial. L'approche dite de sélection ESG, très employée dans les pays d'Europe du Sud, n'est utilisée que par un répondant sur quatre.



Royaume-Uni

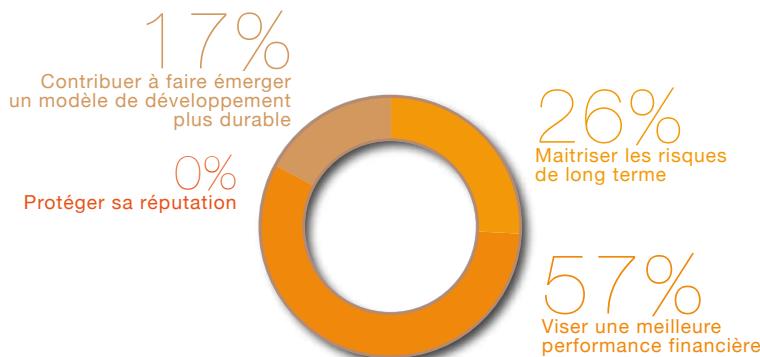
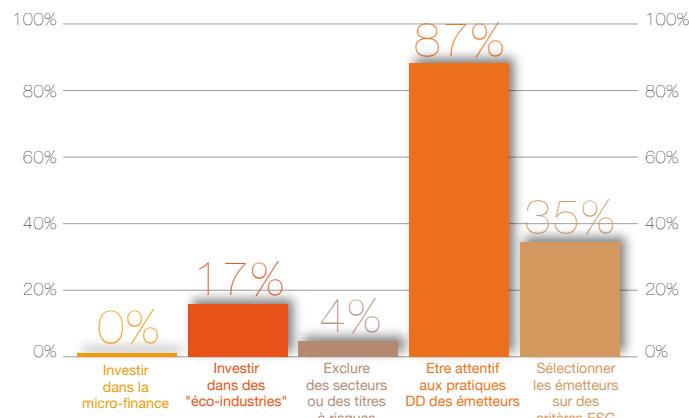
24 investisseurs interrogés
détenant 2672 Mds € d'actifs

(54,7 Mds € d'encours «Core SRI» et 22 signataires des PRI «Asset Owners»)

PERCEPTIONS

Intégration des enjeux ESG : vigilance sur les pratiques des émetteurs

Les répondants britanniques considèrent dans leur très grande majorité (87%), que l'intégration des enjeux ESG signifie « être attentif aux pratiques de développement durable des émetteurs ». Seul un tiers d'entre eux estime qu'il s'agit de les « sélectionner sur des critères ESG ». Cela confirme la primauté des pratiques d'intégration et de dialogue avec les entreprises sur les enjeux extra-financiers chez les investisseurs anglais.

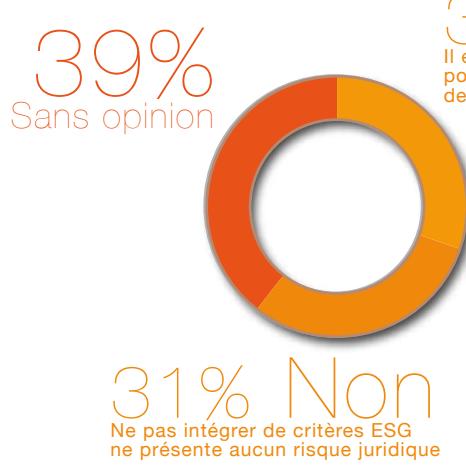
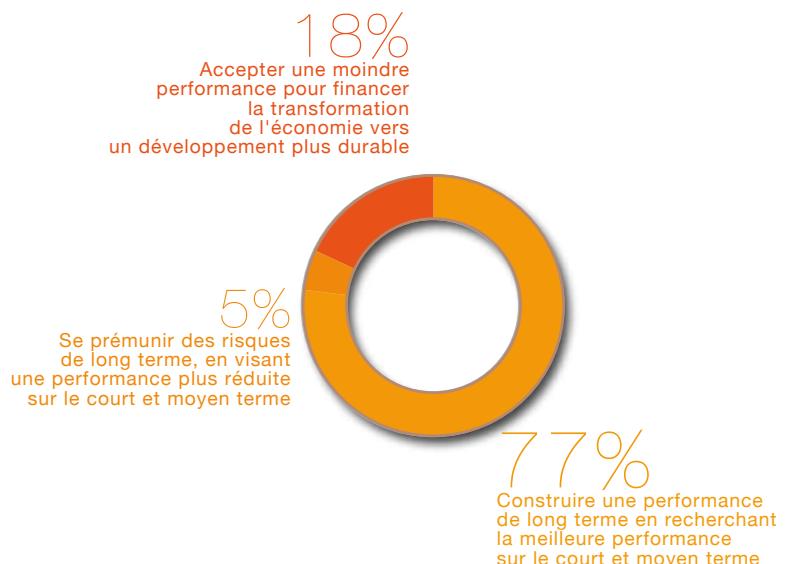


Facteur d'amélioration des performances financières

Les investisseurs anglais semblent convaincus des bénéfices concrets qu'apporte l'intégration des critères ESG. Ils sont les seuls à ne même pas citer la protection de la réputation. 57% considèrent que cela permet d'améliorer la performance financière. 26% sont convaincus que cela aide à maîtriser les risques de long terme. Le panel britannique croit donc à la « matérialité » des critères ESG et à leur impact. Ils n'en font pas une question idéologique : à peine 17% des institutions interrogées estiment que c'est important pour contribuer à un modèle de développement plus durable.

Objectif principal : la performance

Plus des trois quarts des répondants britanniques affirment rechercher avant tout la meilleure performance sur le court et moyen terme. Le choix d'une stratégie de court terme sur les marchés est donc largement privilégié par les institutions anglaises. Ces résultats sont en ligne avec des pratiques d'intégration qui distinguent clairement gestion financière et intérêt pour l'impact des enjeux ESG sur les politiques des entreprises.



La responsabilité fiduciaire et l'intégration des critères ESG sont compatibles

70% des investisseurs institutionnels britanniques estiment que l'intégration des critères ESG n'est pas en contradiction avec leur responsabilité fiduciaire.

Près d'un tiers (30%) considèrent même que négliger les enjeux extra-financiers représente un risque juridique.

PRATIQUES

L'engagement actionnarial, une approche privilégiée

Les investisseurs institutionnels britanniques se distinguent de ceux des autres pays européens, notamment du Sud de l'Europe, en privilégiant très largement les pratiques d'engagement actionnarial (77%). Moins d'un quart a recours à l'approche dite de sélection ESG (23%) ce qui reste plus élevé que les exclusions normatives et sectorielles assez marginales (14% des répondants).

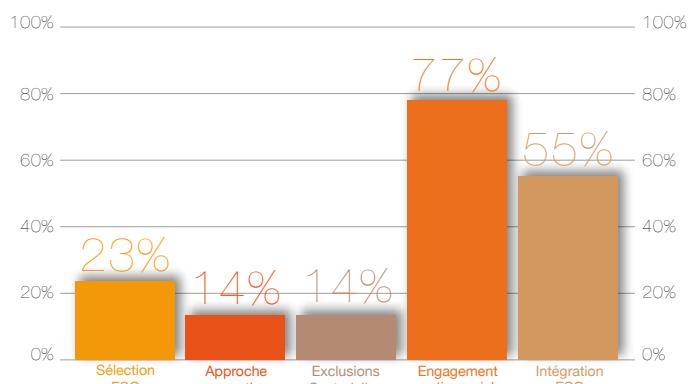


TABLE DES MATIÈRES

PRÉSENTATION	3
PRINCIPALES CONCLUSIONS	4
MÉTHODOLOGIE	5
PERCEPTION D'INTÉGRATION DE CRITÈRES ESG DANS LES PAYS EUROPÉENS	6
PRATIQUES EUROPÉENNE D'INTÉGRATION ESG	9
DÉFINITIONS	11
ALLEMAGNE	12
BELGIQUE	14
DANEMARK	16
ESPAGNE	18
FINLANDE	20
FRANCE	22
ITALIE	24
PAYS-BAS	26
ROYAUME-UNI	28

PANEL DES RÉPONDANTS

La liste des organisations ayant répondu à l'enquête est présentée par pays.

ALLEMAGNE

Pensionskasse für die Deutsche Wirtschaft
Körber-Stiftung
Invesco
Lombard Odier Investment Managers
Aquila Capital
MEAG
Bistum Limburg
Union Investment
LBB Invest
Pioneer Investments
Bank für Kirche und Caritas
German Industrial Corporation
Deka Bank
Skandia
KfW Bankengruppe
Bank im Bistum Essen
Pictet Asset Management
GLS Gemeinschaftsbank eG
Altira Group
Oikocredit
AXA Germany
KD-Bank
LBBW Asset Management
Erzbischöfliches Ordinariat Freiburg
Bank Sarasin AG
Triodos Bank Germany
BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH
HypoVereinsbank (Unicredit Bank AG)
Missionszentrale der Franziskaner
Metzler Asset Management
SEB Asset Management AG
DB Advisors

BELGIQUE

Allianz Belgium
Amma
Arag
AXA Belgium
Belstar Assurances
Corona
Dexia Assurances
DKV
Ethias
Euromex
Fondation Roi Baudouin
Generali
ING
KBC
Mercator
P&V
Satrex
Vivium
ZA-Assurance

DANEMARK ET FINLANDE

AP Pension
ATP
Danica Pension & Danica Link
DIP
EVL Finland
Finansforbundet
Finnish Metalworkers Union
Helsingin Seurakuntaytämä
Ilmarinen
Kemira Eläkesäätiö Neliapila
Kirkbi
Københavns Kommune
Købestaedernes Forsikring

Nordea Liv og Pension

Odense Kommune
OP Eläkekassa
Pensam
Pensionsförsäkringsaktiebolaget Veritas
Pensionskassen for Børne og
Ongdomspaedagoger
Pensionskassen for Teknikum og
Diplomingenjörer
Region Sjaelland/Roskilde Amt
Suomen Teollisuussijoitus
Topdanmark
Turku Kaupunki
Unipension
Vækstfonden
Varma
YLE

FRANCE

ERAFFP
Fonds d'Action Sociale du Travail Temporaire (FASTT)
BNP Paribas Personal Investors
Groupe AXA
BNP Paribas Assurance
CCPB-RP
Agefiph
Maif
Groupe Lourmel
Groupe Pasteur Mutualité
Écureuil Protection Sociale
Agence Nationale pour les Chèques-Vacances
GIE AGIRC-ARRCO
Medicis
Swisslife
CAPSSA
Mutrafer
CNP Assurances
UNPMF
FCE-CFDT
Suravenir
Aviva
Agrica Epargne
Groupe Macif
Predica
Novalis Taitbout
Generali Investments
CEA
Reunica

PAYS-BAS

ABN Amro Pension Fund
Achmea
Aegon Asset Management
Allianz Nederland Asset Management
APG
Blue Sky Group
BPF Schilders
Generali Investments
Loyalis Verzekeringen
Pensioenfonds KPN
Pensioenfonds Vervoer
Pensioenfonds Volkerwessels
PNO Media
Rabobank Pension Fund
Reaal Verzekeringen
SPF Beheer BV
Stichting Heineken Pensioenfonds
Stichting Pensioenfonds Hoogovens
Stichting Pensioenfonds IBM Nederland
Stichting Pensioenfonds Medewerkers
Apotheken
Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten
Stichting Pensioenfonds TNO
Stichting Philips Pensioenfonds
Unive Asset Management
Zorgverzekeraar Menzis

ESPAGNE

Fondo de Pensiones Grupo Cepsa
Mutualidad de Prevision Social de la Policia
Elkarteldea EPSV
Mutua Alianza
Itzarrri Epsv
Mutualidad General de Prevision del hogar "Divina Pastora"
Grupo Endesa
Etpension EPSV
La Caixa
Mutualidad Abogacia
Mutualidad de Deportistas Profesionales
Hazia Bbk Epsv
Surne Mutua de Seguros
Montepio Loreto Mps
Mutual Medica
Mutualidad de Prevision Social de Aragonesas a Prima Fija
Bridgestone Hispania
Caja Navarra
Fondo de Pensiones de los Empleados de Caja Navarra
Fonditel Pensiones
BBVA
Epsv Araba Eta Gasteizko Aurrezki Kutxa Iii
Premaat Mps
Mutua dels Enginyers
Cajasol
Epsv Lanaur Bat – Kutxa Gipuzkoa
Bancaja
Vodafone
Bacardi España S.A.
Fondo Empleados Grupo Caja Madrid
Mutualidad de Prevision Social "FAM"
Empleados Caixa Galicia, Fondo de Pensiones
Empleados de Caja de Jaen, Fondo de Pensiones
Petronor S.A.
Plan Asociado de la CS de CCOO
Empresa Mixta de Aguas de Santa Cruz de Tenerife
Fondo de Pensiones de Empleados de Seguros Bilbao
Mupiti
Plan de Pensiones Empleados de Telefonica de España SA
Pla Col·lectiu d'Empleats de la Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona
Generalitat de Catalunya
Elkarteldea EPSV

ITALIE

AXA MPS
Fondo Pensione "Cassa Previdenza Aziendale Personale MPS"
Ente Cassa di Risparmio di Firenze
Compagnia San Paolo di Torino - Fondaco
Fondazione Cariparma
Fondazione Cariolio
Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo
Fondazione Roma
Fondiaria Sai
Fopen - Fondo Pensione Dipendenti Gruppo Enel
Fondo Pensione per il Personale della Banca di Roma
Fondo Pensione per il Personale del Gruppo Banco Popolare
Fondo Pensioni del Personale BNL
Fondo Pensione Cometa
Fondo Pensione Complementare dei Dipendenti MPS Divenuti Tali Dall'Fipad Fondo di Previdenza Complementare per i Dirigenti del Gruppo Banca Popolare di Novara
Fondo Pensione Fideuram
Fondo Pensione per il Personale Deutsche Bank
Fondo Pensione Dirigenti Rai
Fondo Pensione Unicredit
Fondo Pensione Aperto CRF Previdenza
Assicurazioni Generali
Fondo Pensione Aperto Teseo
Fondo Pensione Solidarieta Veneto
UGF Assicurazioni

ROYAUME-UNI

Co-operative Group
Environment Agency Pension Fund
Firstgroup PLC
Nestle UK Pension Trust Ltd
Staffordshire County Council
West Midlands Pension Fund
BP Pension Trustees Ltd
East Riding Pension Fund
Leicestershire County Council
Bank of England Pension Fund
Hampshire Pension Fund
Strathclyde Pension Fund
British Airways Pensions
USS
Thomas Cook PLC
Somerset County Council
London Pensions Fund Authority
Unilever Corporate Pensions
Hermes Equity Ownership Services
BBC Pension Trust Ltd
Middlesbrough Council Teesside Pension Fund
Merseyside Pension Fund
Standard Life

Investisseurs Institutionnels Européens : perceptions et pratiques d'intégration ESG

Une étude réalisée par le centre de recherche ISR de Novethic, avec le soutien de BNP Paribas Investment Partners et en partenariat avec Eurosif.

Novethic, filiale de la Caisse des Dépôts, est un centre de recherche sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) et la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE), et un média expert sur le développement durable.

Créé en 2001, Novethic est aujourd'hui l'unique source de statistiques sur le marché français de l'ISR. Le centre de recherche analyse d'un point de vue quantitatif et qualitatif les grandes évolutions de l'ISR en France et y consacre des études thématiques. Depuis 2009, Novethic labellise les fonds ISR disponibles sur le marché français.

© Novethic 2010

Toute reproduction intégrale ou partielle des contenus de ce document doit faire l'objet d'une autorisation de Novethic. Toute citation ou utilisation de données doit s'effectuer avec l'indication de la source.

novethic

GROUPE CAISSE DES DÉPÔTS

Novethic

56 rue de Lille - 75 007 Paris

Tel : +33 (0)1 58 50 98 14 - Fax : +33 (0)1 58 50 00 30

E-mail : info@novethic.fr - www.novethic.fr