

JANVIER 2013

QUELS INDICATEURS

POUR MESURER

LA PERFORMANCE ESG

DES INVESTISSEMENTS ?



# Sommaire

<b>Synthèse globale .....</b>	<b>2</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>6</b>
<b>Mesurer la valeur ajoutée de l'investissement responsable .....</b>	<b>7</b>
À la recherche d'une mesure des enjeux ESG .....	7
Le suivi de la qualité ESG des portefeuilles .....	8
Un enjeu de légitimité pour les démarches d'investissement responsable .....	11
<b>Publication d'indicateurs ESG.....</b>	<b>13</b>
Démarches naissantes parmi les institutionnels .....	13
Des enjeux communs pour les fonds ISR.....	14
Liste des indicateurs ESG publiés par les sociétés de gestion .....	16
Un manque de données fiables, consolidées et harmonisées .....	18
<b>Définir un indicateur de performance ESG .....</b>	<b>23</b>
<b>Extraits de reporting extra-financiers publiés par des sociétés de gestion .....</b>	<b>25</b>
<b>Indicateurs et performance ESG ? .....</b>	<b>31</b>
Performance relative des fonds ISR.....	31
L'impossible comparaison des fonds.....	32
Limites des indicateurs .....	33
<b>Vers une nouvelle allocation des actifs ? .....</b>	<b>35</b>
Pilotage des fonds sur des indicateurs ESG .....	35
De la sélection de titres à l'allocation globale .....	36
<b>Conclusion .....</b>	<b>39</b>

# Synthèse globale

## ***Mesurer la valeur ajoutée de l'investissement responsable***

Les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion dotés de politiques d'investissement responsable communiquent progressivement sur leurs pratiques et leurs résultats, via des reportings ou des rapports dédiés. Cet exercice doit leur permettre d'évaluer la valeur ajoutée de la démarche d'intégration de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG). Néanmoins, il s'avère compliqué d'expliquer les résultats de processus de gestion en s'appuyant sur des notations ESG d'entreprises propres à chaque maison.

## ***Indicateurs simples***

Les clients institutionnels commencent à exprimer le besoin d'indicateurs ESG simples dans un double objectif. D'une part, lorsqu'ils délèguent une partie de leur gestion à plusieurs sociétés, ils souhaitent pouvoir suivre et comparer leurs portefeuilles entre eux sur des indicateurs homogènes. D'autre part, ces indicateurs doivent leur permettre, ainsi qu'aux sociétés de gestion, de valider leur démarche d'investissement responsable, en interne vis-à-vis de leur conseil d'administration ou de leur direction, mais également auprès de leurs bénéficiaires ou plus largement de leurs parties prenantes. Si les encours continuent de croître, l'Investissement Socialement Responsable (ISR) n'est pas exempt de critiques et les gestionnaires sont progressivement amenés à rendre des comptes. Or les notations ESG agrégeant des centaines de critères peinent à fournir des indicateurs simples.

## ***Concrets et parlants***

Pour répondre à ces demandes, quelques institutionnels ont adopté des indicateurs de performance ESG qui se veulent concrets et parlants. À l'étranger, le fonds australien VicSuper a, par exemple, initié ce type de démarche il y a cinq ans pour mesurer et suivre les émissions de GES induites par ses investissements. En France, l'association Préfon est précurseur pour avoir mis en place une grille de sept indicateurs ESG établie en concertation avec les gestionnaires avec lesquels elle travaille.

Du côté des sociétés de gestion actives sur le marché de l'ISR, moins d'une dizaine publient des indicateurs ESG, certaines y sont encouragées par la possibilité d'obtenir la « Mention Indicateurs ESG » associée au Label ISR Novethic lancé en 2009.

Les indicateurs publics les plus fréquents sont le volume des émissions de Gaz à Effet de Serre (GES) pour l'environnement et l'évolution des effectifs pour le social. Concernant la gouvernance des entreprises, les indicateurs sont moins fréquents et plus variés. Ils abordent par exemple la place des femmes dans les conseils d'administration, l'indépendance des administrateurs ou encore les rémunérations des dirigeants.

### **En quête de données ESG fiables et homogènes**

Pour construire des indicateurs reflétant les impacts ESG des portefeuilles, tous les acteurs sont confrontés à la même difficulté : trouver des données ESG fiables et homogènes sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. Or, même pour des indicateurs à première vue simples puisque disponibles pour la plupart des grandes capitalisations, tels que les émissions de GES ou le nombre de salariés, la tâche s'avère compliquée. La quasi-totalité des investisseurs fait appel à des fournisseurs externes mais la disponibilité de ces indicateurs dans leurs bases de données est souvent insuffisante. Pour y remédier, certaines agences comme l'anglaise Trucost élaborent des systèmes de modélisation pour calculer les données manquantes. Les sociétés de gestion retraitent également en interne les données qu'elles obtiennent, en particulier pour prendre en compte l'ensemble du cycle de vie des produits. Néanmoins, un obstacle semble difficilement surmontable, celui du décalage temporel existant entre la mesure des données ESG par les entreprises, leur publication et in fine leur utilisation par les gérants, le tout pouvant s'échelonner sur deux ans.

Ce problème de disponibilité et de fiabilité des données est crucial dans le choix des indicateurs à publier. Certains acteurs considèrent même qu'il est si aigu qu'il est impossible de publier des indicateurs ESG. Plus généralement, il amène investisseurs et gestionnaires à se concentrer sur des indicateurs pour lesquels les données sont jugées suffisamment matures, comme les émissions de GES.

### **Définition d'un indicateur de performance ESG**

Au-delà de la question des données utilisées, la définition d'un indicateur de performance ESG d'un fonds ne fait pas consensus. Dans les reporting des fonds ISR sont souvent confondus les engagements pris par les entreprises, comme la signature du Global Compact par exemple, et la mesure d'un résultat de leur activité tel que le volume de leurs émissions de GES. Par ailleurs, les indicateurs sont construits à partir de données appelées « brutes » qu'il faut distinguer des notations ESG fournissant une appréciation relative comme la « notation verte » développée par Cortal Consors. Ce dernier attribue une à cinq planètes selon le positionnement des entreprises en portefeuille en termes d'émissions de carbone par rapport à la moyenne de leur secteur d'activité.

*Novethic définit les indicateurs ESG comme une mesure des impacts réels des entreprises détenues en portefeuille sur leur environnement et leurs parties prenantes, à hauteur de l'investissement réalisé. Il s'agit d'une mesure quantitative, dans une unité concrète (tonnes de GES, nombre d'emplois, etc.), réalisée ex-post à partir de données publiées par les entreprises ou estimées lorsqu'elles sont indisponibles.*

<b>L'impossible comparaison des fonds</b>	L'examen attentif des reporting publiés montre deux limites importantes. D'une part, il est aisément de constater que les fonds ISR surperforment pour la plupart leurs indices de référence. Cependant, il est impossible de comparer les fonds ISR entre eux ou de se prononcer sur la qualité de leur gestion ISR, non seulement en raison de l'hétérogénéité des données prises en compte d'une société de gestion à une autre, mais également de la diversité des méthodologies employées pour agréger les données d'un fonds à son indice de référence. BNP Paribas Asset Management et La Banque Postale Asset Management utilisent par exemple un mode de calcul visant à isoler l'effet de leur sélection « best-in-class » de l'allocation sectorielle. Pour mesurer l'impact ESG de l'indice de référence, ils ne tiennent en effet pas compte de sa composition habituelle mais le recalculent en dupliquant la répartition sectorielle du fonds.
<b>Impacts ESG induits par un investissement</b>	D'autre part, si on peut comparer les fonds ISR à un univers d'investissement non ISR et démontrer ainsi le bien-fondé de la démarche (performance relative), ils n'expriment pas les impacts ESG induits d'un investissement donné (performance absolue). En effet, la plupart des indicateurs représentent une moyenne pondérée par le poids des entreprises en portefeuille. Ils ne prennent donc pas en compte le poids d'un investisseur dans le capital d'une entreprise. Cette méthode de calcul ne permet pas de répondre à la question : pour un euro investi, quel est le volume d'émissions de CO <sub>2</sub> dont l'investisseur est « responsable » ?
<b>Absence de pilotage des fonds sur ces indicateurs</b>	Si l'adoption d'une méthode de calcul homogène permettrait de résoudre en partie ces difficultés, deux autres facteurs expliquent sans doute la réticence des gestionnaires à publier ce type d'indicateurs. Le premier frein réside dans l'absence de pilotage des fonds sur ce type d'indicateurs. Par exemple, la gestion des fonds ISR <i>best-in-class</i> , très répandue en France, prend en compte de multiples critères ESG couvrant le spectre des politiques adoptées par les entreprises en matière de développement durable. Les émissions de GES ne représentent par exemple qu'une faible part de la notation ESG, a fortiori dans certains secteurs d'activité où l'enjeu est considéré moins crucial. Les gérants ISR <i>best-in-class</i> prennent donc le risque d'afficher une sous-performance sur ce critère.
<b>Allocation des portefeuilles</b>	Le deuxième enjeu est celui de l'allocation des portefeuilles. En effet, les impacts ESG d'une entreprise étant fortement influencés par la nature de ses activités, la performance ESG d'un fonds l'est aussi par sa capacité à orienter ses investissements vers des secteurs aux impacts les moins négatifs, voire positifs. C'est particulièrement le cas pour les émissions de GES dont le volume, à l'échelle d'un fonds, reste très largement dépendant de son allocation ou non dans des secteurs dits « carbo-intensifs » tels que

l'extraction minière, le pétrole et le gaz ou les services aux collectivités. Or, l'approche *best-in-class* vise notamment à ne pas générer de biais sectoriels sur des considérations extra-financières et de conserver une allocation sectorielle proche de celle de grands indices boursiers qui se veulent représentatifs des secteurs de l'économie actuelle.

### ***Financement de la transition énergétique***

Qu'il s'agisse pour les investisseurs de prévenir ou de maîtriser leurs risques extra-financiers ou de participer à la lutte contre le changement climatique, la question de l'allocation des actifs commence pourtant à intéresser les acteurs financiers. L'initiative « *2° investing* » lancée cette année veut par exemple inciter les acteurs financiers à orienter leurs capitaux vers le financement de la transition énergétique. Pour y parvenir, l'association entend notamment aboutir à une mesure de la « performance climatique » d'un investissement.

### ***Impact investing***

Enfin certaines démarches se donnent pour objectif initial de générer un impact positif, c'est le cas de l'*« impact investing »*. Peu à peu identifiés comme une forme d'investissement à part, les *impact investments* sont définis comme des investissements réalisés avec l'intention de générer un impact social et environnemental positif mesurable, en plus d'un retour financier. Dans une optique comparable, de grandes institutions telles que la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et l'International Finance Corporation (Banque Mondiale) travaillent à la mise en place d'indicateurs ESG pour démontrer l'apport social de leurs financements.

*Obtenir des données ESG robustes et parvenir à un consensus méthodologique sur la construction d'indicateurs de performance ESG des fonds sont deux éléments indispensables pour confirmer la légitimité des démarches d'investissement responsable et évaluer l'apport de l'analyse extra-financière. Les indicateurs ESG pourraient alors constituer de véritables outils de pilotage sur la valeur ajoutée générée par l'ESG.*

# Introduction

Pour suivre l'évolution de leurs portefeuilles, les investisseurs disposent d'indicateurs financiers stabilisés leur permettant, entre autres, de comparer la performance de leurs gérants par rapport à leurs pairs ou à des indices boursiers réputés. En outre, ceux-ci peuvent s'appuyer sur un cadre réglementaire obligeant les émetteurs de titres (actions, obligations) à publier des données financières régulières, homogènes et donc comparables à l'échelle mondiale.

L'intégration des enjeux Environnementaux, Sociaux ou de Gouvernance (ESG) gagne progressivement les politiques d'investissement d'institutionnels et de sociétés de gestion soucieux de contribuer au développement durable, de maîtriser leurs risques de long terme ou encore de protéger leur réputation. Afin de donner de la lisibilité à ces démarches, la question de la performance tirée des enjeux extra-financiers dans la gestion d'actifs se pose depuis plus d'une décennie. Le premier axe de réflexion a porté sur la dimension financière. Nombre d'études académiques ou professionnelles se sont penchées sur l'impact potentiel d'une prise en compte d'enjeux ESG dans la gestion d'un fonds sur le rendement, le risque ou la volatilité.

Sur le plan extra-financier, les promoteurs d'investissement responsable ont d'abord développé des processus sophistiqués plutôt que mesurer de façon visible l'impact des processus de gestion responsable. La société de gestion suisse Pictet AM a souligné ce « paradoxe de la performance ISR » dans une étude publiée en 2008<sup>1</sup>. Elle a été l'un des premiers acteurs à s'intéresser à la performance extra-financière des portefeuilles. À travers des « marqueurs simples » que sont les émissions de gaz à effet de serre (GES) et la création d'emplois, Pictet AM souhaitait alors montrer qu'un fonds ISR apporte « une valeur ajoutée environnementale et sociale mesurable » à l'investisseur. Dans la même optique, une « Mention Indicateurs ESG » a été créée dès le lancement du Label ISR Novethic en 2009, pour encourager les sociétés de gestion à communiquer sur la valeur ajoutée extra-financière de leurs fonds ISR à travers des indicateurs concrets.

Pour autant, quatre ans plus tard, il n'existe toujours pas de définition précise et partagée par les investisseurs responsables de la performance extra-financière d'un fonds et ce, alors que le besoin de légitimer l'intégration des critères ESG dans la gestion va croissant. En interne, il s'agit de justifier les ressources importantes allouées à la recherche extra-financière. Vis-à-vis des clients, c'est un atout pour les convaincre du bien-fondé des démarches d'investissement responsable.

Cette étude dresse un état des lieux de la mesure de la performance extra-financière des portefeuilles, examine ensuite la façon dont les indicateurs sont choisis, calculés et enfin s'interroge sur leur finalité au regard des choix méthodologiques retenus.

Les indicateurs analysés dans cette étude ne concernent que des fonds sélectionnant des actions ou obligations d'entreprises. Si la question de la mesure de la performance extra-financière se pose également pour des fonds investis dans d'autres types d'émetteurs (États, collectivités...), les initiatives de ce type sont encore très rares.

<sup>1</sup> « Le paradoxe de la performance ISR ou comment mesurer la performance extra-financière de l'investissement socialement responsable », Pictet & Cie, mai 2008.

## I.

# Mesurer la valeur ajoutée de l'investissement responsable

## À la recherche d'une mesure des enjeux ESG

L'intégration de critères extra-financiers dans la gestion financière s'est d'abord traduite par des engagements plus ou moins formalisés des acteurs des différents maillons de la chaîne d'investissement, mais appelle à présent à une mesure de l'efficacité de telles démarches. La question de la mesure de la performance extra-financière des fonds se pose alors, en particulier lorsqu'ils sont associés à des objectifs et des processus ESG bien établis.

Cependant, il n'existe à ce jour aucun cadre réglementaire uniforme à l'échelle internationale pour obliger les émetteurs à fournir des informations sur leurs impacts ESG et les risques auxquels ils peuvent être associés. Pour mesurer la performance extra-financière associée aux investissements, le premier enjeu est donc d'obtenir des entreprises des données ESG solides et comparables. Les investisseurs ont pris la mesure de cet enjeu en créant des coalitions pour inciter les entreprises à les publier.

### ■ L'exemple de l'exposition au risque climatique

Les investisseurs accordent une attention particulière à certains enjeux considérés comme ayant une « matérialité » c'est-à-dire une incidence concrète sur les émetteurs. Par exemple, les investisseurs sont soucieux d'évaluer l'exposition de leurs portefeuilles au changement climatique, en s'appuyant sur des indicateurs concrets comme les volumes de gaz à effet de serre émis par les entreprises investies. Ils sont alors confrontés à plusieurs problèmes techniques, concernant la disponibilité des données sur les émetteurs mais aussi les périmètres ou encore les méthodologies de comptage des émissions...

Plusieurs coalitions d'investisseurs se sont formées pour obtenir plus de visibilité. Elles témoignent de leur volonté de maîtriser leurs risques liés au changement climatique en incitant les entreprises à mesurer leur impact, à publier des informations fiables et comparables sur leurs émissions de GES et à intégrer à leurs stratégies des objectifs de réduction.

Sur ce principe a été lancé le Carbon Disclosure Project (CDP) en 2000. Cette initiative internationale regroupant aujourd'hui plus de 600 investisseurs vise à demander aux entreprises de mesurer leurs émissions de carbone. Chaque année, le CDP publie le résultat de cette enquête réalisée dans une trentaine de pays et voit le spectre des répondants s'élargir progressivement. Plus de dix ans après son lancement, le CDP peut se féliciter d'avoir poussé le sujet auprès des entreprises, y compris dans certaines régions où elles étaient réticentes comme en Suisse ou en Russie.

C'est aujourd'hui un outil d'information utile qui présente cependant une limite : très peu d'investisseurs signataires de l'initiative explicitent aujourd'hui la façon dont ils utilisent les données du CDP dans leur gestion. En outre, cette initiative volontaire ne permet pas d'obtenir des données

homogènes en termes de précision comme de périmètre, ce qui réduit les possibilités de comparaison entre industriels d'un même secteur sur l'enjeu climatique.

Pourtant le procédé a été décliné à plusieurs problématiques environnementales connexes. Depuis 2009, les entreprises sont aussi incitées à mesurer les risques associés à leur consommation d'eau avec le CDP Water Disclosure, les émissions de leur chaîne de fournisseurs (CDP Supply Chain) ou encore l'impact de la déforestation avec le Forest Footprint Disclosure.

D'autre part, depuis une dizaine d'années, trois organisations régionales d'investisseurs ont été créées, l'Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) pour les Européens, l'Investor Network on Climate Risk (INCR) pour les Nord-américains et l'Investor Group on Climate Change (IGCC) pour les Australiens et les Néo-zélandais. Ces forums encouragent notamment les entreprises à améliorer leurs pratiques et leur reporting en matière de lutte contre le changement climatique. En 2008, elles ont conjointement publié leurs « Investor's expectations on companies », des documents déclinés par secteurs (automobile, pétrole et gaz, et producteurs d'énergie électrique), afin de clarifier leurs attentes en matière de reporting. Face au manque d'empressement des entreprises à les utiliser, un nouveau cadre simplifié a été publié en 2012.

Aujourd'hui ces initiatives ont le soutien de nombreux investisseurs mais il faut qu'elles soient soutenues par des politiques d'engagement actionnarial intenses pour obtenir des résultats et la production de reportings quantitatifs et consolidés.

## Le suivi de la qualité ESG des portefeuilles

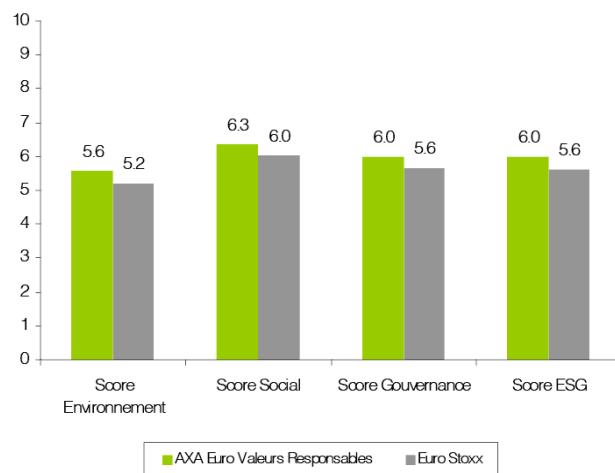
En parallèle de la recherche d'informations ESG sur les entreprises, les investisseurs font progressivement évoluer leurs modèles de reporting extra-financier.

### ■ Utilisation de notations multicritères

Grâce notamment à l'essor d'agences de notation spécialisées, la notation extra-financière des émetteurs s'est construite depuis une quinzaine d'années et a progressivement couvert les principaux univers d'investissement et les titres des indices qui leur sont associés (EURO STOXX, MSCI, FTSE, CAC...). Dès lors, il est devenu possible pour les investisseurs et les sociétés de gestion d'agrégier, à l'échelle des fonds, les notes ESG émanant des agences ou de leurs propres notations internes afin de déterminer la note ESG de tel ou tel portefeuille. Ce type de notation s'opère soit pour les fonds ISR dont les gérants peuvent ainsi mettre en avant une forme de performance ESG dans leurs reportings, soit pour les investisseurs qui, ponctuellement, sont soucieux d'évaluer la performance ESG de leur portefeuille. De telles notations agrégées peuvent alors être déclinées entre le pilier environnement, le pilier social ou encore celui de la gouvernance et ont l'avantage de rendre possible une comparaison entre les notes extra-financières du portefeuille et celles de son indice de référence.

**Extrait du reporting d'AXA Euro Valeurs  
Responsables**  
au 28 septembre 2012

**Empreinte pondérée ESG d'AXA Euro Valeurs  
Responsables\*  
contre l'indice de référence\*\* (Euro Stoxx)**



Sources : AXA IM, MSCI ESG Research Juin 2012, Vigeo Juin 2012, GMI T2 2012

### ■ Recherche de reportings extra-financiers comparables

Ces notes présentent cependant un défaut de lisibilité pour le lecteur non averti, puisqu'elles sont fondées sur des analyses agrégant de nombreux critères qualitatifs (déploiement d'une politique, formation des salariés...) et quantitatifs (taux de formation des salariés, taux de fréquence des accidents de travail...), lesquels sont ensuite pondérés entre eux. Pour le destinataire de telles notations, il est dès lors difficile d'appréhender simplement ce que représente une note ESG de 46/100 pour un portefeuille donné, pas davantage d'ailleurs qu'un AA+ sur le pilier Environnement.

Le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), qui a alloué des mandats ISR dès 2006, déplore ainsi dans son rapport annuel 2011 que « la qualité extra-financière des portefeuilles gérés demeure toutefois encore difficile à mesurer avec précision. Les résultats des mesures de cette qualité sont en effet très dépendants du référentiel choisi, par exemple les notes données par les différentes agences de notations extra-financières, notes qui peuvent différer sur un thème donné ».

Fort d'un constat similaire, l'Établissement de la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP) a choisi de réaliser en interne le suivi ESG de ses portefeuilles ISR, grâce à un seul système de notation. L'ERAFP fait en effet appel à l'agence de notation extra-financière Vigeo pour agréger la performance ESG de ses différents mandats de gestion déléguée. Cela lui permet d'avoir une vision homogène de la notation ESG de ses portefeuilles et d'interroger les sociétés de gestion lorsque leurs reportings divergent.

La publication d'indicateurs ESG s'appuyant non plus sur les notations globales des sociétés de gestion ou des agences de notation mais sur les données « réelles » de chaque entreprise permet également de contourner cet obstacle et d'obtenir un reporting homogène des portefeuilles.

## ■ Outils de communication auprès des parties prenantes

Les indicateurs ESG peuvent non seulement répondre au besoin de comparer ses différents mandats dans le cadre d'une gestion déléguée mais également faciliter la communication sur le résultat d'une politique d'investissement responsable.

Deux institutionnels français ayant établi leur stratégie d'investissement responsable récemment ont ainsi rapidement formulé des attentes de reporting incluant des indicateurs ESG.

L'association Préfon (Caisse Nationale de Prévoyance de la Fonction Publique) a travaillé en 2012, à la demande de son conseil d'administration, sur la mise en place d'indicateurs ESG concrets pour les fonds proposés à ses affiliés. Pour Christian Carrega, le Directeur Général de la Préfon, ces indicateurs répondent à plusieurs objectifs. Le premier est d'aller au-delà des notations ESG ressemblant parfois à des « boîtes noires » pour les néophytes et dont la méthodologie est propre à chaque société de gestion. Ces indicateurs concrets et opposables doivent ainsi les rendre « palpables » pour le conseil d'administration ainsi que les affiliés. Enfin, ils permettent de comparer de manière homogène les différents gestionnaires.

À la suite de l'appel d'offres pour l'attribution de mandats de gestion financière ISR conclu en 2012, l'Ircantec (Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'État et des collectivités publiques) précise aujourd'hui ses attentes en termes de reporting extra-financier auprès de ses gérants. Elle leur demande entre autres d'expliciter dans les reportings extra-financiers annuels des FCP de quelle façon l'impact ESG des portefeuilles pourrait être mesuré, en particulier leur valeur ajoutée sociale (création d'emploi...), environnementale (émission de CO<sub>2</sub>...) et de bonne gouvernance par rapport à leur indice de référence. Cette mesure a notamment pour objectif de rendre l'apport de l'ISR plus concret auprès de son conseil d'administration.

Du côté des réseaux bancaires, il s'agit aussi de trouver un outil de communication pour attester du caractère « durable » des produits financiers auprès d'un public non averti. Des indicateurs de mesure simples portant sur des sujets communs tels que l'emploi ou la pollution s'avèrent ainsi plus à même de répondre aux besoins des commerciaux que des processus ISR complexes. BNP Paribas AM affirme ainsi que ces indicateurs sont plus parlants pour les épargnants particuliers et permettent aux réseaux bancaires de communiquer plus facilement sur l'apport de ses fonds ISR.

D'ailleurs, Cortal Consors, la branche d'épargne en ligne de BNP Paribas, a développé depuis 2009 une « notation verte » pour 475 fonds commercialisés sur son site Internet, qu'ils soient ISR ou non, et complétée en 2012 d'une « notation emploi ». L'objectif affiché par le site Internet est d'aider les clients « à comprendre et mesurer l'impact social et environnemental de leurs investissements ». En effet, d'après une enquête réalisée auprès de ses clients en 2010, Cortal Consors aboutissait au constat que « 37% de nos clients ont déclaré que le critère environnemental était important dans leurs choix d'investissements ».

### **Échelle de la « notation verte » de Cortal Consors ([www.cortalconsors.fr](http://www.cortalconsors.fr))**

Emissions CO <sup>2</sup>	Planète
]-20%]	
[-20% ; -10%]	
[-10% ; 0%]	
[0% ; 10%]	
[10%[	

Cortal Consors utilise une méthodologie *best-in-class* en comparant les émissions de carbone et la variation des effectifs des entreprises par rapport à la moyenne de leur secteur d'activité. À partir de données fournies par Trucost et Factset, les fonds sont notés de 1 à 5, 5 étant la note attribuée aux fonds investis dans les entreprises les moins émettrices de GES et les plus créatrices d'emplois au sein de leur secteur.

## **Un enjeu de légitimité pour les démarches d'investissement responsable**

### **■ Un enjeu déjà appréhendé par d'autres acteurs financiers**

Les initiatives visant à faire progresser la mesure de performance extra-financière portent principalement sur le pilier environnemental. Au plan social, il n'existe aucune démarche collaborative de poids visant à améliorer le reporting social des entreprises ou sa prise en compte par les investisseurs. Pourtant, l'enjeu de l'emploi en particulier, a une forte résonnance politique et sociétale. Les acteurs de la finance solidaire et du capital investissement communiquent d'ores et déjà sur leur impact social à travers le nombre d'emplois créés. Les investisseurs responsables sont encore peu nombreux à leur emboîter le pas.

En France, la finance solidaire a été conçue notamment pour promouvoir l'insertion par l'emploi. Pour démontrer son impact social de façon concrète, l'association Finansol, qui promeut son développement, publie depuis 2003 dans ses statistiques annuelles un décompte des emplois créés par les entreprises solidaires investies par les fonds éponymes.

De son côté, la gestion d'actifs non cotés (*private equity*), souvent décriée pour ses pratiques de restructurations lourdes liées aux opérations de Leverage Buy Out (LBO) y répond par des chiffres de création d'emplois. L'industrie, représentée par l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC), en partenariat avec Ernst & Young, a ainsi publié fin 2012 les chiffres de croissance des 5405 entreprises accompagnées par les acteurs français du capital investissement. Sur le plan de l'emploi, le communiqué précisait que « les 2760 entreprises basées en France, accompagnées par le capital-investissement, et dont les effectifs sont disponibles, ont généré plus de 76000 nouveaux

emplois en 2011, pour un effectif total supérieur à 2 millions de salariés au 31 décembre 2011 (effectifs français et étrangers). »

## ■ La crédibilité des fonds ISR en jeu

Le marché de l'ISR a connu une croissance remarquable de ses encours ces dernières années. Même si les fonds ISR restent quasi-inconnus du grand public, ils ont gagné en visibilité dans les médias et les investisseurs institutionnels s'y intéressent toujours davantage. Dès lors, certaines parties prenantes s'interrogent sur la portée de l'ISR et les résultats qu'il peut offrir, d'autant plus que ce marché se caractérise par la diversité des processus de gestion. Les fonds ISR, en prenant en compte la façon dont les entreprises répondent aux enjeux ESG, ont un positionnement « responsable ». Après une dizaine d'années d'existence, ils sont confrontés à une demande de mesure de leur bénéfice environnemental ou social, en ligne avec la montée en puissance d'une demande globale adressée au secteur financier de « rendre des comptes » sur ses pratiques.

L'agence Trucost spécialisée dans la production de données environnementales a publié en 2007 une étude sur les émissions de carbone de près de 200 fonds britanniques, ISR et non ISR<sup>2</sup>. Si cette étude montrait effectivement que les trois fonds aux émissions de CO<sub>2</sub> induites les plus faibles étaient ISR, un quart des fonds ISR analysés étaient en revanche plus carbo-intensifs que leur benchmark.

Ce constat en demi-teinte converge avec les résultats de la notation verte de Cortal Consors : il en ressort que les fonds ISR ne sont pas toujours les mieux notés, certains se voyant par exemple attribuer une seule « planète », la moins bonne note pour les émissions de CO<sub>2</sub>.

---

<sup>2</sup>The Trucost Carbon Footprint Ranking of UK Investment Funds, 2007, [www.trucost.com](http://www.trucost.com)

## II.

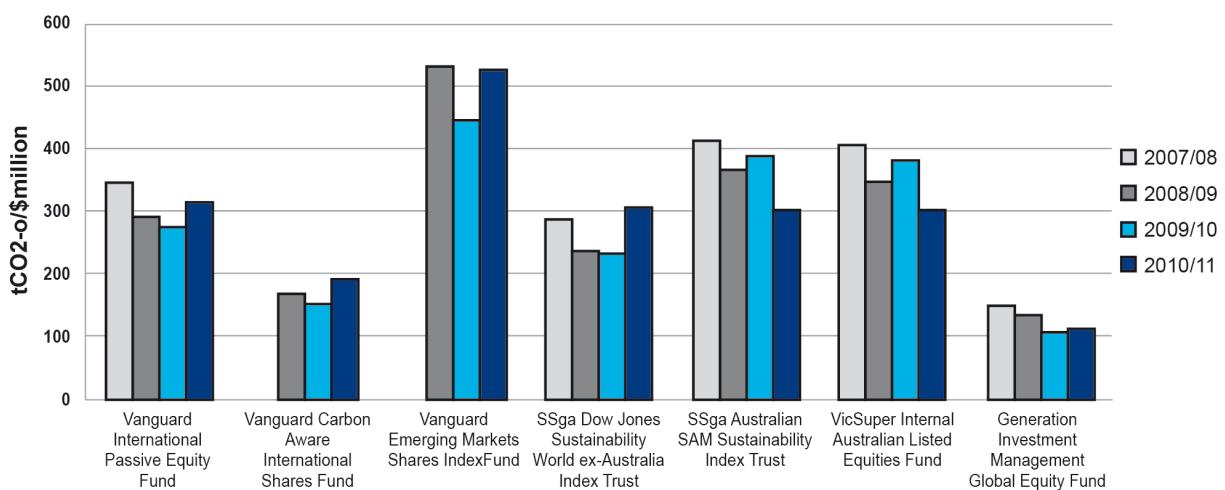
# Publication d'indicateurs ESG

## Démarches naissantes parmi les institutionnels

À l'échelle internationale, rares sont les investisseurs qui publient des indicateurs de performance extra-financière de leurs investissements. Ainsi, l'adhésion massive des investisseurs aux Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) ne se concrétise pas pour autant par un développement de l'évaluation de la performance extra-financière des fonds, du moins pour le moment.

Certains investisseurs institutionnels ont toutefois franchi le pas. C'est notamment le cas de la caisse de retraite australienne VicSuper qui reconnaît que « l'impact de nos investissements sur le changement climatique l'emporte de loin sur celui de nos activités opérationnelles ». Dans le cadre de sa politique de gestion du risque climatique, VicSuper fait évaluer et publie depuis cinq ans l'empreinte carbone générée par les entreprises cotées dans lesquelles elle investit au travers de ses différents fonds, en gestion interne ou déléguée. Cette évaluation menée par Trucost prend en compte les émissions directes comme indirectes. Le graphique ci-après montre, pour chaque fonds, le montant de tonnes de CO<sub>2</sub> équivalent émis pour chaque million de dollars de chiffre d'affaires réalisé.

Empreinte carbone des fonds VicSuper<sup>3</sup>



<sup>3</sup> <http://www.vicsuper.com.au/www/html/2183-vicsuper-fund-carbon-footprint.asp>

En France, la Préfon a récemment défini des indicateurs en concertation avec les quatre sociétés de gestion avec lesquelles elle travaille. Sept indicateurs ont ainsi été retenus pour les investissements en actions et obligations d'entreprises (voir encadré). Bloomberg en est le principal fournisseur de données. Pour le régime de retraite, la prochaine étape sera de mettre en place un modèle de reporting commun aux différents gérants.

### **Les sept indicateurs ESG retenus par la Préfon pour la gestion actions et obligations d'entreprises**

- *Équilibre des pouvoirs et efficacité du conseil d'administration (indice composite de Vigeo)*
- *Part des femmes au sein du conseil d'administration des entreprises*
- *Nombre d'heures de formation / an / salarié*
- *Part des femmes à des postes d'encadrement*
- *Émissions de gaz à effet de serre rapportées au chiffre d'affaires et en absolu (seulement pour les services aux collectivités)*
- *Part des small caps / mid caps / large caps dans le portefeuille*
- *Part des entreprises n'étant pas signataires du Pacte Mondial des Nations Unies*

## **Des enjeux communs pour les fonds ISR**

Aujourd'hui, la publication d'indicateurs ESG est principalement le fait de sociétés de gestion françaises. Plusieurs d'entre elles ont été encouragées par la possibilité d'obtenir pour leurs fonds la « Mention Indicateurs ESG » associée au Label ISR Novethic lancé en 2009.

Novethic dénombre sept sociétés de gestion publient des indicateurs ESG pour leurs fonds ISR, soit 13% seulement des sociétés de gestion recensées comme actives sur l'ISR en France. 24 fonds ISR sont concernés, soit moins de 10% des fonds ISR distribués en France.

En mettant en place des indicateurs de performance ESG de leurs fonds ISR, les sociétés de gestion souhaitent montrer la performance environnementale, sociale et de gouvernance des fonds de manière concrète et compréhensible pour l'ensemble de leurs clients. Pour cela, un indicateur doit montrer la performance transversale d'un fonds, dépassant les spécificités sectorielles des émetteurs.

Deux indicateurs semblent répondre à cet objectif si l'on se fie au nombre de sociétés de gestion qui les publient : un indicateur environnemental à travers la mesure des émissions de gaz à effet de serre (GES) et plus récemment un indicateur social, celui de la création d'emploi.

### **■ Émissions de GES**

Les sociétés de gestion se concentrent sur les émissions de GES agrégées au niveau de leur portefeuille. Si un indicateur mesurant les émissions de GES, en équivalent CO<sub>2</sub>, est certainement parlant pour le pilier environnemental, d'autres indicateurs sont également intéressants. La Financière Responsable calcule ainsi la consommation d'énergie des entreprises détenues en

portefeuille et Pictet AM mesure la consommation d'eau et les volumes de matériaux utilisés. Pour autant, ce sont les seuls autres indicateurs environnementaux publiés.

## ■ Variation des effectifs

Cinq sociétés de gestion sur sept publient une mesure de la variation des effectifs. En effet, qu'ils soient appelés « création nette d'emploi » (Allianz GI), « impact emploi » (Macif Gestion) « variation des effectifs » (La Banque Postale AM), « évolution des effectifs » (BNP Paribas AM), ou encore « progression moyenne de l'effectif par entreprise » (La Financière Responsable), tous ces indicateurs tentent de mesurer la même donnée : la variation des effectifs. Cet indicateur a vocation à montrer la performance du fonds en termes de création d'emploi.

La variation des effectifs est pourtant un indicateur réducteur si l'on considère la performance sociale des entreprises. Le nombre d'emplois créés peut difficilement être apprécié sans considérer la santé économique de l'entreprise et de son secteur d'activité. À ce titre, comparer la performance du fonds à son indice de référence permet de préciser le contexte économique et de justifier un taux de variation des effectifs négatif. Par ailleurs, préciser la localisation géographique des emplois créés et détruits permettrait de mieux répondre à certains débats actuels sur les délocalisations des entreprises mais les données pour calculer ce type d'indicateurs sont inaccessibles.

Enfin, d'autres indicateurs sociaux sont publiés afin de refléter davantage les conditions de travail des salariés. La Financière Responsable et Pictet AM abordent par exemple la rotation des effectifs, la féminisation du management ou encore la sécurité au travail (cf. tableau p.17).

## ■ Gouvernance

Contrairement aux piliers environnemental et social, les indicateurs de gouvernance sont plus variés. BNP Paribas AM a mis en place un indicateur d'indépendance des membres des conseils d'administration, et La Financière Responsable mesure le nombre d'entreprises séparant les fonctions de Président et de Directeur Général, deux questions traditionnelles de l'analyse de la gouvernance d'un émetteur. AGICAM donne le nombre de femmes siégeant dans les conseils d'administration et reflète ainsi les exigences actuelles de féminisation des conseils. Il est intéressant de noter que trois indicateurs sont liés à la rémunération des dirigeants : dispositifs de rémunération soumis à des critères de performance ESG (AGICAM), existence d'un dispositif « say on pay » et publication du montant des rémunérations des cadres supérieurs (Pictet AM). La question de la rémunération des dirigeants, au cœur des polémiques depuis plusieurs années, est sans doute considéré comme moins technique que la question de l'indépendance des administrateurs.

## Liste des indicateurs ESG publiés par les sociétés de gestion

La classification correspond à celle adoptée par les sociétés de gestion.

### Environnement

Sociétés de gestion	Indicateurs publiés	Détails
AGICAM	Intensité carbone des entreprises	Positionnement par rapport à la moyenne du secteur en termes d'émissions de CO <sub>2</sub> rapportées à la production de l'entreprise
Allianz GI	Émissions de Gaz à Effet de Serre	En tonnes par million d'euros de chiffre d'affaires
BNP Paribas AM	Émissions de CO <sub>2</sub>	En tonnes par million d'euros de chiffre d'affaires
Groupe OFI	Impact carbone	En tonnes par milliard d'euros de chiffre d'affaires
La Banque Postale AM	Intensité carbone des entreprises	En tonnes par million d'euros de chiffre d'affaires
	Consommation d'énergie	En équivalent MWh
La Financière Responsable	Émissions de gaz à effet de serre	En tonnes
	Entreprises ayant une démarche d'éco-conception pertinente	En % du nombre d'entreprises
	Consommation d'eau	En m <sup>3</sup>
Pictet AM	Émissions de CO <sub>2</sub>	En tonnes de CO <sub>2</sub> ou équivalents CO <sub>2</sub>
	Sanctions environnementales	Montant des sanctions établies ou estimées sur des questions environnementales (en euros)
	Utilisation de matériaux	En tonnes de matériaux utilisés en un an

### Gouvernance

Sociétés de gestion	Indicateurs publiés	Détails
AGICAM	Présence de femmes au conseil	Nombre de femmes siégeant au conseil
	Rémunération des dirigeants en fonction de leurs performances ESG	% d'entreprises soumettant la rémunération de leurs dirigeants à des critères de performance ESG
BNP Paribas AM	Indépendance des conseils d'administration et de surveillance	
La Banque Postale AM	Signature du Pacte Mondial	% d'entreprises signataires du Pacte Mondial
La Financière Responsable	Séparation des fonctions de Président et de Directeur Général	
Pictet AM	Say on Pay	% d'entreprises ayant mis en place un dispositif say on pay
	Signataires du Global Compact	% d'entreprises signataires du Pacte Mondial
	Dépenses liées à des contentieux	Total des dépenses liées à des contentieux (en euros)
	Rémunération des cadres supérieurs	Rémunération totale des cadres supérieurs en euros

## Social

Sociétés de gestion	Indicateurs publiés	Détails
AGICAM	Liberté d'association	% d'entreprises ayant mis en place une politique en matière de liberté d'association et qualité de cette politique
	Signataires du Pacte Mondial	% d'entreprises ou filiales signataires du Pacte Mondial
Allianz GI	Création nette d'emploi	Taux de variation des effectifs en équivalents temps plein sur les deux dernières années
BNP Paribas AM	Évolution des effectifs	Taux de variation des effectifs en équivalents temps plein sur un an
Groupe OFI	Impact emploi	Taux de variation des effectifs sur deux ans
La Banque Postale AM	Variation des effectifs	(nombre d'employés à fin 2011 si disponible – nombre moyen d'employés sur la période 2006-2011) / nombre moyen d'employés sur la période 2006-2011
La Financière Responsable	Évolution du taux de rotation des effectifs	Évolution sur 5 ans
	Part d'entreprises ayant instauré des clauses sociales et environnementales dans les contrats cadres avec leurs fournisseurs	% du nombre d'entreprises
	Part des femmes dans les effectifs	Évolution sur 5 ans
	Progression moyenne de l'effectif par entreprise	Évolution sur 5 ans
	Taux d'emploi de personnes handicapées	Évolution sur 5 ans
	Taux de fréquence moyens des accidents du travail	Évolution sur 4 ans
	Taux de gravité moyens des accidents du travail	Évolution sur 4 ans
Pictet AM	Taux moyens d'absentéisme	
	% de femmes dans le management	% de femmes managers (cadres moyens)
	Annonces de licenciement	Nombre total de licenciements annoncés par l'entreprise divisé par le nombre total d'employés
	Décès d'employés	Nombre de décès d'employés résultant d'accidents du travail
	Rotation des employés	% de rotation des employés

# Un manque de données fiables, consolidées et harmonisées

## ■ Les fournisseurs de données

Pour construire des indicateurs de performance, les sociétés de gestion utilisent essentiellement des prestataires de service qui compilent et mettent à disposition de leurs clients les données publiées par les entreprises. Les agences de notation spécialisées sont rarement utilisées pour construire de tels indicateurs. Les informations fournies par les agences sont pour l'essentiel des analyses des émetteurs pouvant inclure un certain nombre de données directement publiées par les entreprises mais moins exhaustives que celles des fournisseurs de données « brutes ».

Dans le domaine financier, les deux principaux sont Bloomberg et Thomson Reuters qui développent aujourd'hui des services de données ESG pour leurs clients. Bloomberg a lancé son service sur les facteurs ESG en 2009, et Thomson Reuters a acquis, en novembre de la même année, la base de données ESG construite par ASSET4. Pour sa part, Factset fournit notamment les émissions de GES grâce à un partenariat avec Trucost (cf. encadré p.22). Leurs services sont utilisés par cinq des sept sociétés de gestion publient des indicateurs ESG.

Ces prestataires offrent ainsi des données financières et extra-financières sur une même interface. Bloomberg déclare mettre à la disposition des analystes et gérants jusqu'à 300 indicateurs ESG. Le nombre d'entreprises couvertes varie de 10000 entreprises pour la gouvernance à 4500 pour les indicateurs environnementaux ou sociaux. De son côté, ASSET4 déclarait, en janvier 2012, renseigner 280 indicateurs ESG pour plus de 3800 entreprises. Ces deux fournisseurs suivent des indicateurs précis et variés, allant des diverses émissions de gaz à effet de serre comme le NOx, au nombre de sites certifiés ISO 14001, en passant par le pourcentage d'employés syndiqués.

Pour autant, malgré des moyens humains et financiers importants, le taux de disponibilité des indicateurs, à savoir le nombre d'entreprises pour lesquelles un même indicateur est disponible et exploitable, est souvent encore faible ou peu fiable, reflétant les limites des données publiées par les entreprises.

## ■ Limites des données publiées par les entreprises

### **Périmètre**

Alors que la performance financière d'un fonds s'appuie sur des données certifiées, homogènes, et publiées régulièrement, la pertinence d'une mesure de la performance extra-financière d'un fonds est fortement conditionnée par la qualité des données publiées par les entreprises. En effet, ces données sont encore très peu règlementées, leur publication rarement obligatoire et il n'existe que peu de règles ou de consensus concernant leur harmonisation. Lorsqu'elles sont publiées, les données ESG sont souvent incomplètes, ne couvrant qu'une partie des activités ou des zones géographiques d'activité d'une entreprise ce qui les rend difficilement comparables. La performance d'une entreprise qui en publant ses chiffres de santé sécurité inclut les sous-traitants ne sera pas comparable avec celle qui ne le fait pas.

Ainsi, pour que l'indicateur de variation des effectifs soit bien la mesure de la performance en termes de création d'emploi et non un chiffre de reporting sur la seule évolution des effectifs, cette dernière doit être mesurée à périmètre constant d'une année sur l'autre. Une variation des effectifs en raison

de fusions, de cessions ou acquisitions d'activités ne correspond ni à de la création, ni à de la destruction d'emplois. Cette information étant très peu communiquée comme telle par les entreprises, il peut être nécessaire pour un gérant souhaitant mettre en place un tel indicateur de construire cette donnée.

Une des techniques est de repérer les variations les plus importantes car il est rare qu'une entreprise crée ou détruisse une partie importante de ses emplois en une année. BNP Paribas AM, par exemple, ne prend pas en compte dans la construction de l'indicateur les émetteurs dont les effectifs ont varié de plus de 30% en une année. D'autres acteurs calculent cet indicateur sur plusieurs années afin de lisser les variations exceptionnelles. Ainsi, Allianz GI écarte toutes les valeurs pour lesquelles la variation absolue des effectifs a été supérieure à 50% en deux ans. La Banque Postale AM tente de corriger manuellement les plus fortes variations pour éviter d'intégrer les chiffres issus d'importantes fusions ou acquisitions. L'utilisation de seuils peut remettre en cause la pertinence de l'indicateur puisqu'une croissance des effectifs inférieure à 30% n'est pas forcément le résultat d'une croissance organique.

Autre exemple, les questions concernant l'indicateur d'indépendance des conseils d'administration ou de surveillance. Il faut d'abord définir ce qu'est un administrateur indépendant, car la définition de l'indépendance n'est pas harmonisée et peut varier selon les entreprises, les codes de bonnes gouvernance ou les définitions légales. Par exemple, la durée maximum de la présence au conseil d'un administrateur au-delà de laquelle celui-ci ne pourrait plus être qualifié d'indépendant pour certaines entreprises est de 12 ans consécutifs au conseil alors que pour d'autres elle peut être de 14 ou 16 ans.

Il faut ensuite préciser quel est le niveau global d'indépendance du conseil, qui peut s'apprécier différemment selon les pays. En effet, les législations nationales peuvent imposer une part plus ou moins importante de représentants des salariés au conseil, représentants par nature non indépendant. Ainsi dans un pays comme l'Allemagne qui impose des représentants des salariés au conseil, 33% d'administrateurs indépendants représente un niveau d'indépendance honorable ce qui n'est pas le cas pour d'autres pays comme la France. Pour répondre à cette difficulté, BNP Paribas AM calcule par exemple l'indice de référence pour cet indicateur selon la base des pays présents en portefeuille.

### **Le cas des émissions de GES**

Obtenir des données fiables et consolidées sur les émissions de GES n'est pas facile aujourd'hui mais différentes initiatives permettent d'avoir des données plus abouties que pour d'autres indicateurs.

Concernant l'harmonisation du périmètre des émissions de gaz à effet de serre, l'Initiative du Protocole des gaz à effet de serre (GHG Protocol), partenariat multilatéral constitué d'entreprises, d'ONG et de gouvernements, a établi les bases de la comptabilisation et de la déclaration des GES, réparties selon trois périmètres différents :

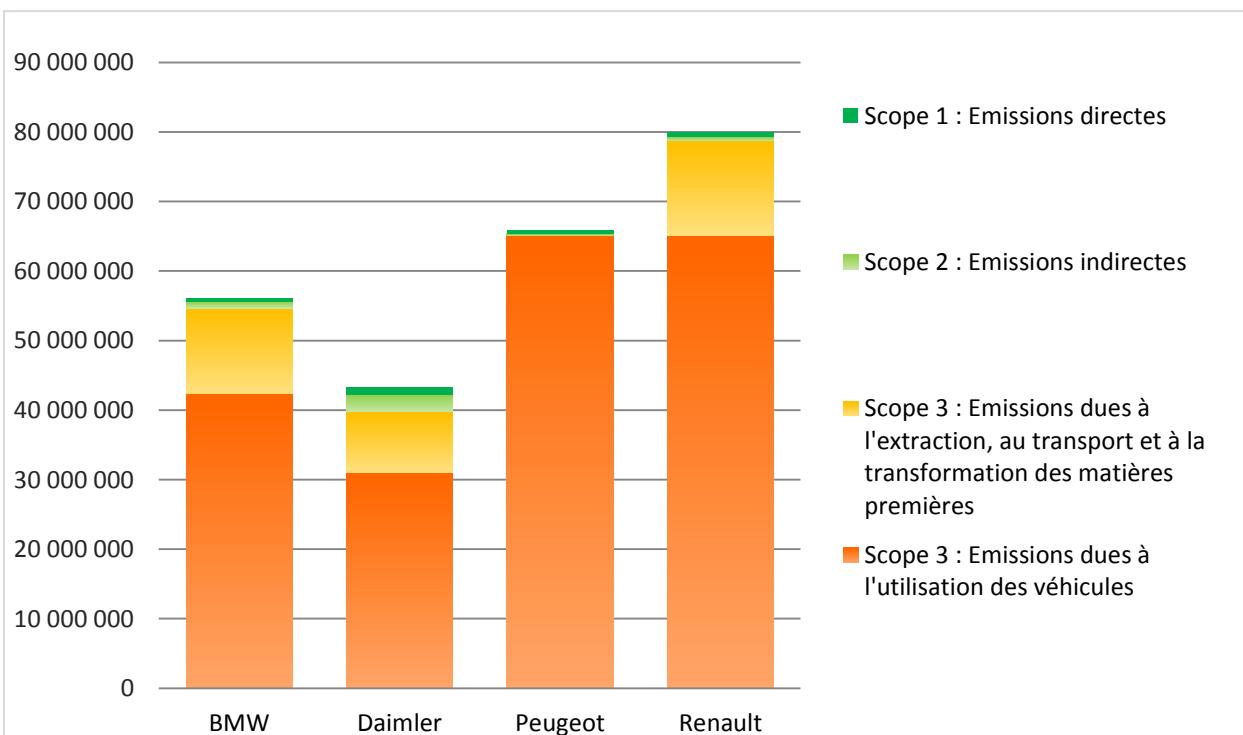
- Les émissions directes de GES (scope 1) : émissions émanant de sources qui appartiennent à l'entreprise ou sont contrôlées par elle, par exemple les émissions des cheminées d'usine, des procédés industriels, ainsi que celles des véhicules appartenant à la compagnie ou gérés par celle-ci.
- Les émissions indirectes de GES (scope 2) : émissions de GES résultant de l'importation ou de l'exportation d'électricité, de chaleur ou de vapeur.

- Les autres émissions indirectes de GES (scope 3) : autres émissions indirectes résultant des activités de l'entreprise, mais qui proviennent de sources appartenant à une autre entreprise ou étant sous son contrôle, par exemple : transport de produits, de matériel et de déchets, activités réalisées en sous-traitance, émissions au long du cycle de vie des produits et services, déplacements domicile-travail des employés, production de matériaux importés, etc.

Les entreprises fournissent généralement leurs émissions directes et indirectes de GES (scopes 1 et 2). En revanche, seules certaines entreprises publient les autres émissions indirectes (scope 3), et lorsqu'elles le font, il ne s'agit que d'une partie de ces émissions. Or, dans certains secteurs d'activité, le spectre des émissions prises en compte influence fortement le total des émissions calculées pour une entreprise. Dans le secteur automobile par exemple, certaines émissions scope 3, couvrant notamment les émissions de GES induites par l'utilisation des véhicules, représentent une part importante des émissions totales des constructeurs automobiles (cf. graphique suivant).

### Répartition des émissions de GES des constructeurs automobiles par périmètre

Source : Carbon Disclosure Project



La disponibilité des données pouvant être très différente selon le périmètre retenu, les sociétés de gestion choisissent parfois un périmètre restreint pour construire cet indicateur. Allianz GI a ainsi choisi de se limiter aux émissions directes et indirectes de GES (scope 1 & 2), « *du fait de l'indisponibilité trop importante des émissions sur le périmètre 3 afin d'éviter d'introduire dans notre reporting extra-financier des données estimées par des méthodes de calcul propres* ».

Afin de combler ces lacunes, certains fournisseurs de données, notamment Trucost (voir encadré) et Southpole ont développé des techniques de modélisation afin d'estimer les données qui ne sont pas rendues publiques par les entreprises, et de permettre à leurs clients d'obtenir une donnée sur les émissions de GES qui soit comparable.

### **Modélisation des données ESG par Trucost**

*Six indicateurs principaux sont suivis par l'agence Trucost, l'une des premières à s'être positionnée sur la fourniture de données environnementales sur les entreprises au service des investisseurs : les émissions de GES, les déchets (recyclés, incinérés et mis en décharge), l'utilisation de l'eau, les émissions des polluants de l'air, les émissions de polluants du sol et de l'eau et enfin un indicateur sur l'utilisation des ressources naturelles.*

*Par exemple, pour les émissions de GES, Trucost réalise une estimation des émissions directes et indirectes (en tonnes CO<sub>2</sub>eq) pour chaque secteur et selon le niveau d'activité de l'entreprise analysée (par million de dollars de chiffre d'affaires). Ainsi Trucost va permettre combler les trous dans le reporting environnemental des entreprises.*

*Trucost a développé ce modèle pour calculer 700 impacts environnementaux agrégés de plus de 4500 des plus grosses capitalisations mondiales (soit 93% des entreprises cotées par poids de capitalisation boursière globale). En France, une centaine de sociétés sont couvertes, sachant qu'environ 60% des entreprises françaises suivies par Trucost publient leurs émissions directes de CO<sub>2</sub>.*

### **Décalage temporel**

Le délai de publication des données ESG est une limite supplémentaire à la construction d'indicateurs de mesure de la performance ESG des fonds. Ce délai est dû aux entreprises elles-mêmes. Le plus souvent publiées dans le rapport développement durable ou dans le rapport annuel, les données sont disponibles pour la plupart des entreprises entre mars et mai et datent du 31 décembre de l'année précédente. S'ajoute à cela le temps pour les fournisseurs externes d'actualiser leurs bases de données puis le temps pour les gérants de les agréger au niveau de leur portefeuille. Le décalage temporel est donc au minimum d'un an entre les données publiées par les entreprises et la mesure de la performance extra-financière d'un fonds. Deux sociétés de gestion sur sept proposent, début 2013, des indicateurs ESG avec des données 2010.

### **■ Les réponses des investisseurs**

Face au manque de données fiables et harmonisées, les réponses des sociétés de gestion diffèrent. Certains investisseurs choisissent leurs indicateurs en fonction des données qu'ils considèrent les plus fiables et harmonisées. Ainsi, La Banque Postale AM ne publie pas d'indicateurs si moins de 80% des données sont renseignées par les fournisseurs de données, considérant qu'en dessous de ce seuil, un indicateur de performance ne serait pas pertinent.

Autre exemple, la Préfon qui n'a pas retenu l'indicateur création d'emploi, car les données de variation des effectifs n'étaient pas assez fiables. Pour le remplacer, elle a choisi de publier le pourcentage de ses fonds investis dans des petites et moyennes capitalisations, partant du principe que ces dernières sont plus créatrices d'emploi que les entreprises de grandes capitalisations. Pictet

AM, qui fait appel à deux fournisseurs de données différents dans le cadre de sa gestion ISR (Inrate) et de son reporting (ASSET4) pour valider sa démarche, s'est trouvé confronté au même problème. La société a donc choisi de mesurer les annonces de licenciements ce qui lui permet de repérer celles qui suppriment le moins d'emplois.

La deuxième solution consiste à obtenir directement les données auprès des entreprises. La Financière Responsable fait ce travail de compilation pour les 48 indicateurs de son « empreinte écosociale ». Cette société de gestion envoie chaque année un questionnaire pré-rempli aux entreprises avec l'ensemble des données extra-financières nécessaires à la construction de ses indicateurs. Ce processus est très long mais les données obtenues sont ainsi harmonisées et comparables entre elles.

Pour les petites et moyennes capitalisations, le manque de données est encore plus criant. Lors de son dernier appel d'offres ISR « actions de petites et moyennes capitalisation », le FRR a choisi de mettre l'accent sur un corpus d'indicateurs clé dont les données seront collectées par les gérants auprès des entreprises. Par la suite, des objectifs d'améliorations de ces indicateurs seront déterminés et suivis par les gérants auprès de chaque entreprise investie. Ceci ouvre ainsi la voie à un suivi d'une part, des progrès accomplis par les entreprises et d'autre part, de la performance des différents mandats de gestion.

Enfin, pour Mirova (pôle d'expertise d'investissement responsable de Natixis AM), la difficulté d'obtenir des données fiables, harmonisées, et pérennes, est la raison même pour laquelle elle ne propose pas d'indicateurs ESG. Pour Hervé Guez, responsable de la recherche ISR, « ceux-ci pourraient s'avérer non pertinents, voire être source de confusion ». Le reporting de leurs fonds ISR reste basé sur des notations agrégées.

### III.

## Définir un indicateur de performance ESG

Les entretiens menés par Novethic auprès d'investisseurs institutionnels et de sociétés de gestion ont montré qu'il n'existe pas de consensus sur la définition d'un indicateur de performance ESG d'un fonds. Novethic a identifié trois paramètres importants inhérents aux indicateurs ESG qui nous conduisent à en proposer ici une définition.

### Mesure de la performance d'un portefeuille

Alors qu'un critère ESG permet d'évaluer la performance extra-financière d'une entreprise, un indicateur ESG représente la performance d'un fonds. C'est donc l'agrégation de données obtenues sur un critère ESG particulier à l'échelle d'un portefeuille. Ce calcul doit permettre à un investisseur d'évaluer et de suivre dans le temps les impacts ESG indirects de ses actifs.

Tous les indicateurs ESG présentés dans l'étude ne correspondent pas à cette définition. Même les plus travaillés comme ceux de La Financière Responsable ne présentent pas la performance extra-financière des fonds mais fournissent une évaluation agrégée des entreprises investies sur quelques critères d'évaluation extra-financière donnés. Dans le cadre de son « empreinte écosociale », la société de gestion publie une dizaine d'indicateurs tels que le taux de rotation des effectifs, la fréquence des accidents du travail ou encore la consommation d'énergie. Néanmoins, ces indicateurs ne tiennent pas compte de la pondération des titres en portefeuille mais visent au contraire à « neutraliser » l'effet de l'évolution de la composition du portefeuille.

### Mesure d'un impact

Un indicateur ESG se concentre sur les impacts « réels » ou tangibles des entreprises investies sur leur environnement et leurs parties prenantes. Qu'ils soient directs ou indirects, ces impacts devraient faire l'objet d'une mesure partagée par tous et donc comparable d'une entreprise à une autre. Contrairement à l'évaluation extra-financière telle qu'elle est pratiquée, un indicateur ESG n'est pas une analyse des politiques mises en place par les entreprises mais se focalise sur leurs résultats.

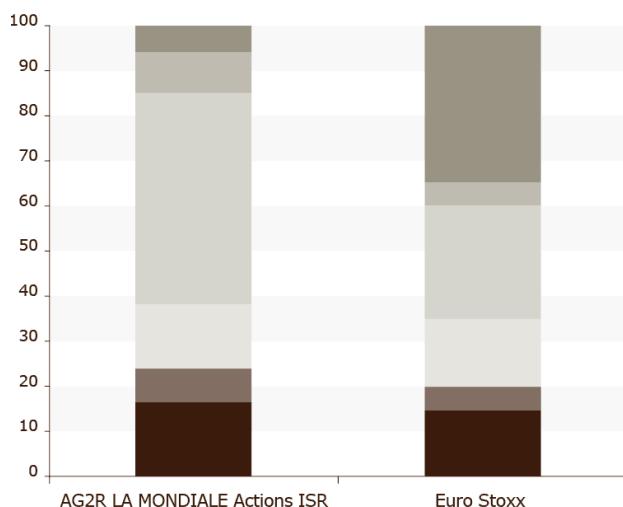
La confusion entre critères d'analyse ou de sélection ESG des entreprises et indicateurs de performance ESG est visible dans les reporting extra-financiers où sont souvent placés sur un même plan le nombre de signataires du Global Compact des Nations Unies en portefeuille et leurs émissions de GES. Pourtant, ces deux indicateurs montrent deux choses différentes : le premier, les engagements des entreprises investies et le deuxième, un impact de l'activité de ces entreprises, pour partie résultat de leurs décisions en matière de gestion environnementale. Il en va de même pour les reportings présentant la répartition du portefeuille par secteurs d'activités « durables » ou le taux d'adoption de telle ou telle politique par les entreprises qui ne rendent pas compte de leurs impacts ESG finaux.

## Indicateur versus notation

Il est également important de distinguer un indicateur ESG, qui constitue une donnée « absolue », ou souvent qualifiée de « brute », d'une notation ESG résultant d'une appréciation ou d'une analyse.

À titre d'exemple, la société de gestion AGICAM publie dans le reporting de plusieurs fonds ISR l'intensité carbone des entreprises investies. Le reporting s'applique bien au fonds, les données de chaque entreprise étant pondérées par leur poids dans le portefeuille. Il concerne également un impact réel de l'activité des entreprises investies, à savoir leurs émissions de carbone. En revanche, par manque de disponibilité des données, AGICAM a choisi de présenter une échelle de notation, en comparant leurs émissions de GES à la moyenne de leur secteur d'activité, et non la valeur absolue de leurs émissions (en tonnes de GES par exemple).

### Extrait du reporting d'AG2R LA MONDIALE Actions ISR, 28 septembre 2012



- Les données publiées sont insuffisantes pour déterminer la performance de l'entreprise
- L'intensité des émissions carbone est largement au dessus de la moyenne du secteur
- L'intensité des émissions carbone est au dessus de la moyenne du secteur
- L'intensité des émissions carbone est en ligne avec la moyenne du secteur
- L'intensité des émissions carbone est en dessous de la moyenne du secteur
- L'intensité des émissions carbone est largement en dessous de la moyenne du secteur

## Définition Novethic

*La définition adoptée par Novethic sera utilisée comme référence pour discuter les indicateurs ESG dans la partie IV de cette étude.*

*Les indicateurs ESG sont une mesure des impacts réels des entreprises détenues en portefeuille sur leur environnement et leurs parties prenantes, à hauteur de l'investissement réalisé. Il s'agit d'une mesure quantitative, dans une unité concrète (tonnes de GES, nombre d'emplois, etc.), réalisée ex-post à partir de données publiées par les entreprises ou estimées lorsqu'elles sont indisponibles.*

## IV.

# Extraits de reporting extra-financiers publiés par des sociétés de gestion

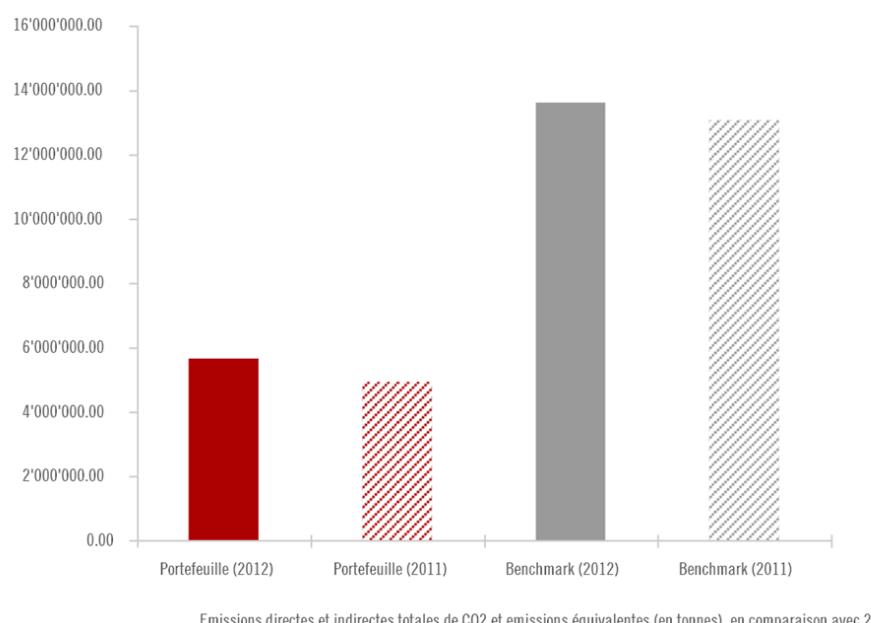
## Émissions de GES

Ces graphiques illustrent les propos de l'étude et n'ont pas vocation à être comparés entre eux car les méthodologies utilisées par chaque société de gestion sont différentes.

### Pictet Asset Management

#### Pictet – European Sustainable Equities

Reporting au 31 mai 2012



### BNP Paribas Asset Management

#### Parvest Sustainable Equity Europe

Reporting au 28 septembre 2012

## 2. Emissions de CO<sub>2</sub><sup>(3)</sup>

La lutte contre le changement climatique nécessite de la part des entreprises fortement émettrices un effort constant de réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre. Parvest Sustainable Equity Europe investit dans des entreprises émettant en moyenne 34% de plus que leurs concurrents présent dans l'indice MSCI Europe, soit 1087 contre 811 tonnes de CO<sub>2</sub> par million d'€ de CA<sup>(3)</sup>.

L'introduction de HeidelbergCement AG (4219 tCO<sub>2</sub>/M€) au cours du trimestre explique l'augmentation des émissions de CO<sub>2</sub> du portefeuille par rapport à l'indice de référence.

Dans le secteur automobile, la bonne performance relative du portefeuille (136gCO<sub>2</sub>/km contre 161gCO<sub>2</sub>/km pour l'indice) est liée à l'absence de Porsche Automobile Holding SE en portefeuille.<sup>(4)</sup>



Sources : BNP Paribas Asset Management, Trucost, Cheuvreux

(3) Conformément à la méthodologie établie par le Comité scientifique de l'indice Euronext Low Carbon 100 ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)), les émissions sont exprimées en tonne de CO<sub>2</sub> par million de chiffre d'affaires. Pour le secteur automobile, le calcul est basé sur la moyenne pondérée des émissions des véhicules neufs exprimée en gCO<sub>2</sub>/km.

(4) Afin de fournir une base comparable, la moyenne de l'indice est calculée sur la base des secteurs « carbo-intensifs » en portefeuille, dont la moyenne des émissions est supérieure à 400tCO<sub>2</sub>/million d'€ (p. ex producteurs d'électricité, matières premières, matériaux de construction).

## Allianz Global Investors

Allianz Valeurs Durables

Reporting au 30 septembre 2011

- Le changement climatique, une préoccupation environnementale majeure.
- Les émissions de gaz à effet de serre (GES), principal facteur du changement climatique.
- La maîtrise des GES par les entreprises.

### Aspect environnemental :

Indicateur : Émissions de gaz à effet de serre

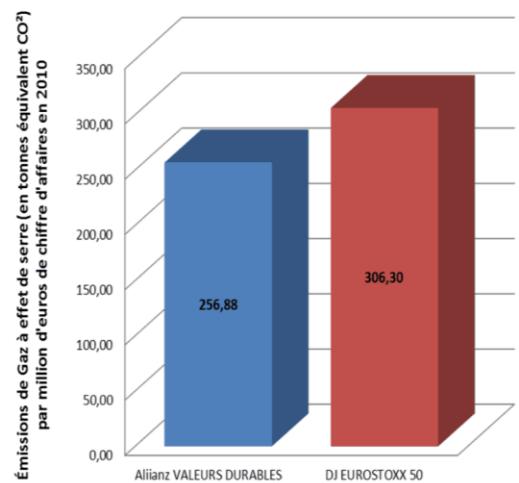
Unité : Intensité unitaire d'émissions de GES (tonnes de GES émis en équivalents CO<sub>2</sub>) par million d'euros de chiffre d'affaires

Portefeuille : Pondération en valeur

Périmètre : émissions directes et indirectes sur le périmètre de consolidation (scope 1, 2)

⇒ Une intensité d'émissions de GES moindre que l'indice de référence, reflet d'une empreinte carbone mieux maîtrisée.

Émissions de Gaz à Effet de Serre par million d'euros de CA en 2010



Source : Allianz Global Investors – Septembre 2011 – L'indice DJ Eurostoxx 50 n'est pas l'indice de référence de la Sicav

Cette performance a été calculée sur les périmètres suivants :

- Allianz Valeurs Durables : 86,54% de la capitalisation et 89,14 % des entreprises du fonds
- DJ Eurostoxx 50 : 84,96% de la capitalisation et 84% des entreprises du fonds.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

14

## La Banque Postale Asset Management

LBPAM Responsable Actions Euro

Reporting au 30 septembre 2012

Au 30 septembre 2012

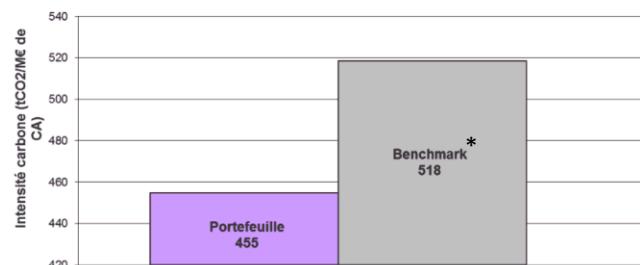
LBPAM Responsable Actions Euro assure donc une performance extra-financière meilleure que son benchmark :

- une intensité carbone plus faible de 12%

### Intensité Carbone

Méthode de calcul :

Emissions de gaz à effet de serre en 2011 (si disponible) divisées par le chiffre d'affaires réalisé en 2011 (ou en 2010 si chiffres 2011 non disponibles)



Sources : Factset, TruCost, LBPAM. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur de votre investissement peut fluctuer à la hausse comme à la baisse.

\*Indice de référence : EURO STOXX

## Évolution des effectifs

Ces graphiques illustrent les propos de l'étude et n'ont pas vocation à être comparés entre eux car les méthodologies utilisées par chaque société de gestion sont différentes.

### La Banque Postale Asset Management

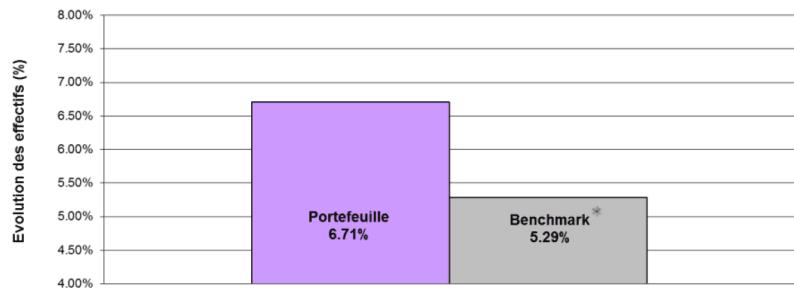
LBPAM Responsable Actions Euro

Reporting au 30 septembre 2012

#### Variation des effectifs

Méthode de calcul :  
(nombre d'employés à fin 2011 si  
disponible – nombre moyen d'employés  
sur la période 2006-2011 / nombre moyen  
d'employés sur la période 2006-2011

\*Indice de référence : EURO STOXX

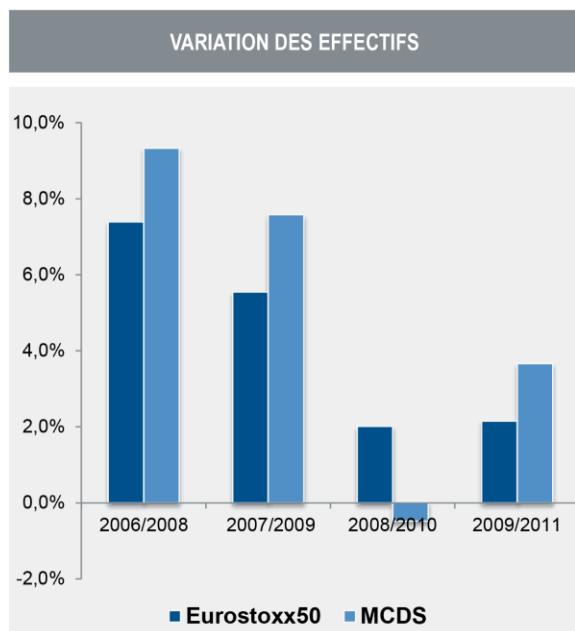


### Macif Gestion (Groupe OFI)

Macif Croissance Durable et Solidaire

Reporting au 30 juin 2012

## IMPACT EMPLOI DU FONDS PAR RAPPORT À L'EUROSTOXX 50



#### ● Analyse des évolutions d'effectifs :

- Tout comme l'année dernière et afin de pouvoir apprécier le dynamisme du fonds MACIF Croissance Durable et Solidaire (MCDS), MACIF Gestion a décidé d'analyser l'évolution de l'effectif des entreprises dans lesquelles il investit afin de connaître l'impact social de ce dernier. Pour mettre en perspective ces données, une analyse similaire a été réalisée pour son indice de référence, l'Eurostoxx 50 (indice boursier regroupant les 50 plus grandes capitalisations boursières de la zone Euro). L'étude de l'impact social a été réalisée sur la période 2006/2011.

#### ● L'impact social du portefeuille MCDS :

- Sur la période 2009/2011, les effectifs des entreprises composant le portefeuille MCDS ont progressé de 3,66%. Cette progression s'élève à 2,15% pour l'indice Eurostoxx 50. A titre de comparaison, le graphique ci-après reprend les données de la période précédente.

## Allianz Global Investors

### Allianz Valeurs Durables

Reporting au 30 septembre 2011

- La création d'emploi :

indicateur de la contribution sociale des entreprises à la société

#### Aspect social :

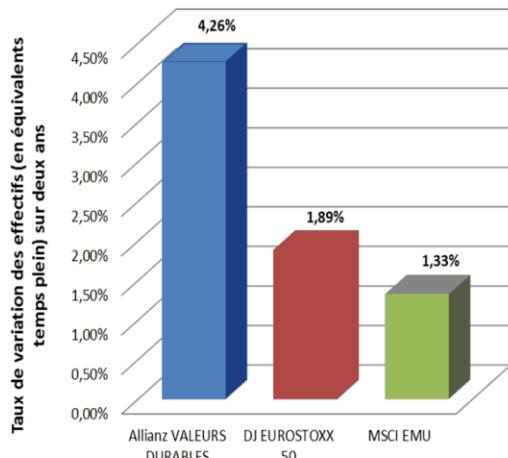
Indicateur : création nette d'emploi

Unité de mesure : taux de variation des effectifs en équivalents temps plein sur les deux dernières années

Portefeuille: Pondération en valeur

Périmètre : idem que le périmètre de consolidation comptable

### Création nette d'emploi 2008-2010



⇒ Un taux de création d'emplois significativement supérieur à ceux des indices de référence

Source : Allianz Global Investors – Septembre 2011 – L'indice DJ Eurostoxx 50 n'est pas l'indice de référence de la Sicav

Cette performance a été calculée sur les périmètres suivants :

- Allianz Valeurs Durables : 100% des entreprises et de la capitalisation boursière
- Eurostoxx 50 : 100% de la capitalisation boursière
- MSCI EMU : 98,61% de la capitalisation boursière.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

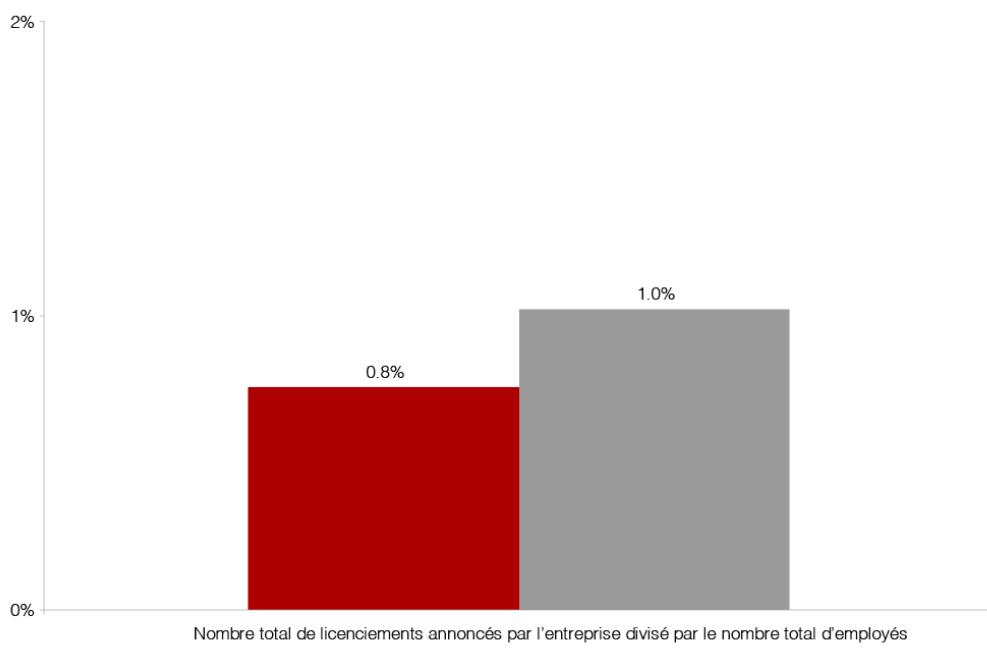
13

## Pictet Asset Management

### Pictet – European Sustainable Equities

Reporting au 31 mai 2012

## Annonces de licenciement



## Gouvernance

Ces graphiques illustrent les propos de l'étude et n'ont pas vocation à être comparés entre eux car les méthodologies utilisées par chaque société de gestion sont différentes.

### BNP Paribas Asset Management

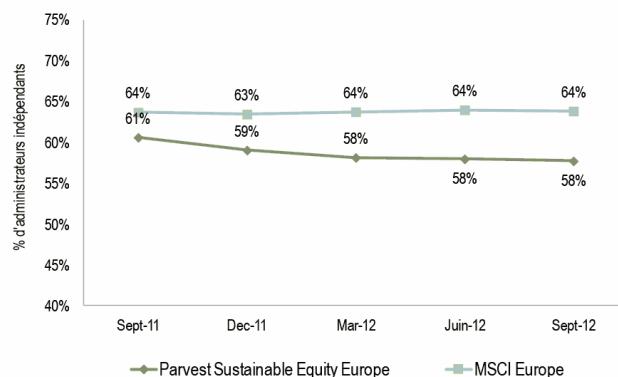
Parvest Sustainable Equity Europe

Reporting au 28 septembre 2012

#### 4. Indépendance des Conseils d'administration et de surveillance<sup>(1)</sup>

Dans le cadre d'une bonne gouvernance d'entreprise, il est recommandé que les entreprises disposent d'un nombre suffisant d'administrateurs indépendants de la direction générale et des actionnaires de référence, permettant ainsi au Conseil d'apporter un regard objectif sur la stratégie et les performances de l'entreprise et de ses mandataires sociaux.

Le pourcentage d'indépendance moyen des Conseils des entreprises en portefeuille s'élève à 58%, inférieur à celui des entreprises présentes dans l'indice MSCI Europe. Ce résultat est lié à la surpondération des titres ayant une faible indépendance de leur conseil d'administration et de surveillance comme par exemple Intesa Sanpaolo SpA (21%).



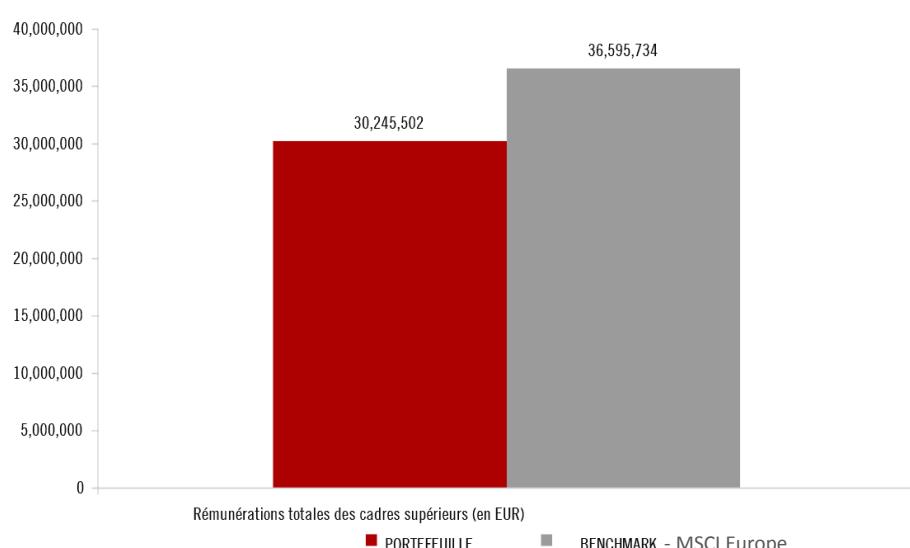
(1) L'indépendance des Conseils est calculée à partir de données déclaratives compilées par GMI. La proportion d'administrateurs indépendants dépend fortement des législations nationales, qui imposent par exemple une part plus ou moins importante de représentants des salariés. Afin de fournir une base comparable, la moyenne de l'indice est calculée sur la base des pays présents en portefeuille.

### Pictet Asset Management

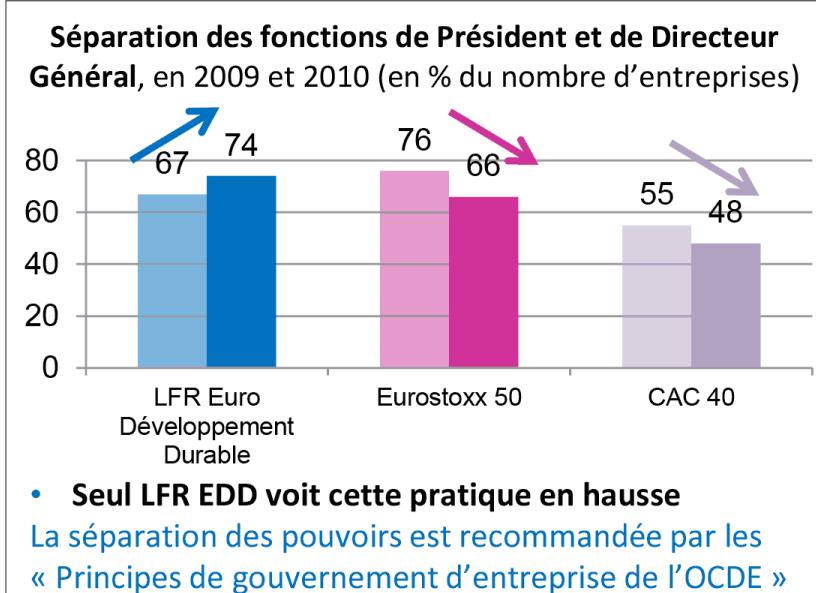
Pictet – European Sustainable Equities

Reporting au 31 mai 2012

#### Rémunération des cadres supérieurs



\*Source: Pictet Asset Management, basé sur les données ESG de ThomsonReuters (Asset4).



## ■ PRÉSENCE DE FEMMES AU CONSEIL



## V.

# Indicateurs et performance ESG ?

## Performance relative des fonds ISR

### Comparaison à un indice de référence

Les sociétés de gestion comparent les indicateurs ESG de leurs fonds à ceux de leur indice de référence, sur le même modèle que la performance financière. En effet, les indices de référence utilisés représentent l'univers d'investissement du fonds avant toute sélection des émetteurs sur des critères ESG, autrement dit un univers non ISR. La comparaison permet ainsi de montrer l'apport du processus ISR et offre aux souscripteurs des indicateurs plus lisibles.

Tous les fonds recensés sont comparés à l'indice servant aussi de référence pour mesurer leur performance financière même si les données disponibles peuvent être insuffisantes. C'est pourquoi Allianz GI a choisi de ne pas comparer la performance environnementale de son fonds, Allianz Valeurs Durables, au MSCI EMU pour lequel elle n'avait que 40% des données exploitables sur les émissions de GES, mais au DJ EURO STOXX pour lequel ce taux s'élève à 85%.

Six des sept sociétés de gestion publient des indicateurs ESG affichent une performance ESG supérieure à celle de leur benchmark. Les sept fonds publient les émissions de GES par million d'euros de chiffre d'affaires « surperform » en moyenne leur benchmark de 230 tonnes de GES par million d'euros de chiffre d'affaires. Seule BNP Paribas AM affiche, à fin septembre 2012, des performances moindres pour plusieurs fonds ISR puisque les émissions de GES de quatre fonds sont supérieures à celles de leur benchmark (en moyenne de 260 tonnes par million d'euros de chiffre d'affaires).

Mais globalement, ce mode de calcul permet aux gérants ISR de montrer que les impacts ESG de leurs fonds sont plus faibles que ceux de leur indice de référence.

### Évolution dans le temps

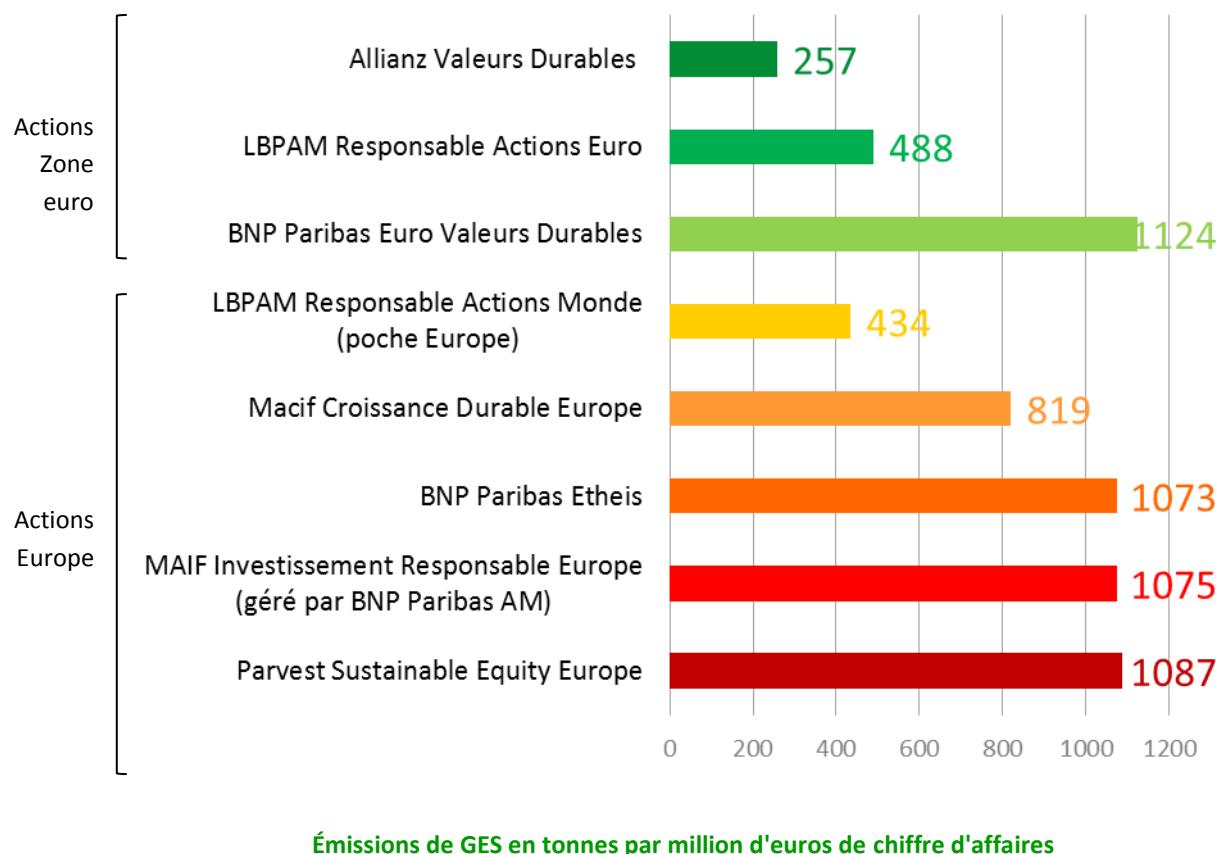
Depuis 2011, l'obtention de la « Mention Indicateurs ESG » associée au Label ISR Novethic est soumise à la publication d'indicateurs sur au moins deux années. Il donc possible d'apprécier l'évolution des indicateurs ESG dans le temps.

Là encore, les indicateurs publiés ne parviennent pas toujours à montrer une évolution positive dans le temps, qui plus est lorsque la performance est évaluée tous les trimestres. Or peu de reporting présentent un historique plus long des indicateurs.

## L'impossible comparaison des fonds

La publication d'indicateurs ESG devrait permettre de comparer les performances ESG de plusieurs portefeuilles. Or, Novethic a tenté de comparer les fonds investis dans des zones géographiques similaires et publient leurs émissions de GES dans la même unité, en tonnes par million d'euros de chiffre d'affaires. Le graphique suivant présente ainsi les émissions de GES des derniers reporting des huit fonds recensés. S'il apparaît clairement que l'intensité carbone varie fortement d'un fonds à l'autre, de 257 tonnes de GES par million d'euros de chiffre d'affaires pour le fonds Allianz Valeurs Durables à 1124 tonnes pour BNP Paribas Euro Valeurs Durables, l'exercice est délicat tant il masque des différences importantes, en termes de périmètre et de méthodologie utilisés.

### Des résultats hétérogènes masquant des périmètres et des méthodologies tout aussi hétérogènes



En l'absence d'homogénéisation des données prises en compte (source, périmètre, etc.), il est donc difficile de comparer la performance ESG des fonds pour évaluer l'impact de l'ISR.

## Limites des indicateurs

Au-delà de l'impossibilité de comparer les portefeuilles entre eux, la méthodologie employée pour calculer les indicateurs actuels les distingue d'une véritable « empreinte ESG » d'un investissement.

### Des indicateurs adaptés au *best-in-class*

Le *best-in-class*, qui a pour objectif de sélectionner les entreprises les plus performantes d'un point de vue ESG au sein de chaque secteur d'activité, est l'approche ISR la plus répandue en France, y compris parmi les fonds faisant l'objet d'indicateurs ESG.

Pour mettre en évidence l'« effet best-in-class », deux sociétés de gestion, BNP Paribas AM et La Banque Postale AM, ont opté pour une méthode de calcul qui diffère selon qu'elle est appliquée au fonds ou à son indice de référence. Ainsi, les émissions de GES de chaque entreprise ne sont pas pondérées selon leur poids dans l'indice. BNP Paribas AM et La Banque Postale AM utilisent la moyenne des émissions de GES de chaque secteur d'activité et appliquent à l'indice de référence la même répartition sectorielle que celle du fonds. Pour BNP Paribas AM, il s'agit « de refléter les écarts liés à la sélection des titres et de neutraliser les écarts sectoriels qui ne sont pas déterminés par les critères extra-financiers ».

Cette méthodologie permet de montrer que la sélection *best-in-class* conduit bien à investir dans des entreprises dont les performances ESG sont globalement supérieures à la moyenne de leur secteur d'activité. En revanche, elle élude la question de l'allocation sectorielle qui a pourtant un impact non négligeable sur les émissions de GES, la création d'emplois, etc.

Prendre en compte à la fois l'effet de la sélection ESG des titres et l'effet de l'allocation sectorielle est essentiel pour parvenir à mesurer l'empreinte carbone réelle d'un fonds.

Un seul exemple de reporting mettant en avant le résultat global de la gestion a été recensé. Il s'agit du reporting du fonds Henserson Industries of the future, qui a été absorbé en 2012 par le fonds Henderson Global Care Growth.

En 2005, la société de gestion britannique Henderson Global Investors a fait appel à l'agence Trucost pour réaliser un premier « audit carbone » de fonds<sup>4</sup> qui sera reconduit durant plusieurs années. Celui-ci avait pour particularité de distinguer, par secteur d'activité, l'effet de la sélection *best-in-class* de l'allocation sectorielle du portefeuille (cf. graphique ci-contre). Il permettait ainsi de montrer l'apport de cette sélection *best-in-class* dans les secteurs carbo-intensifs.

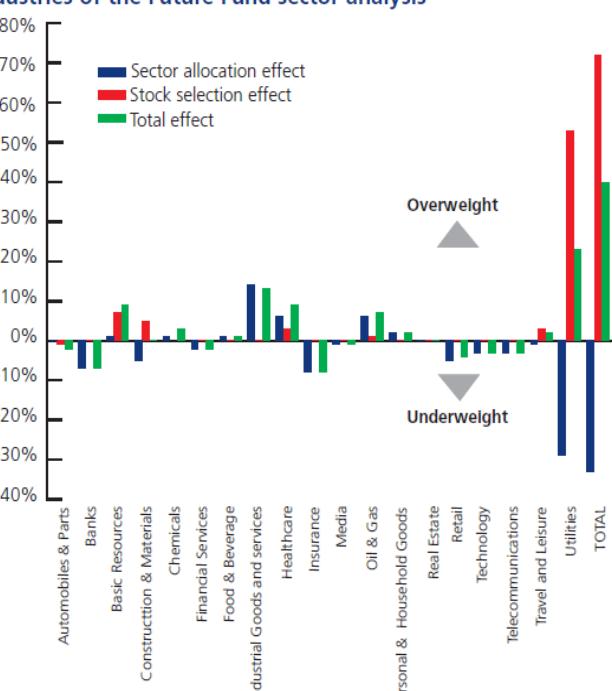
### Extrait de l'audit carbone du fonds Henderson

#### Industries of the future, 2008

Figure 2: Sector allocation and stock selection contributions

The graph illustrates the contribution made to the fund's overall carbon footprint by sector allocation and stock selection.

#### Industries of the Future Fund sector analysis



Source: Trucost, June 2008

<sup>4</sup>How Green is My Portfolio? a carbon audit of the Henderson Global Care Income Fund, 2005, [www.trucost.com](http://www.trucost.com)

## Pas de mesure de « performance absolue »

Les indicateurs ESG tels qu'ils sont calculés aujourd'hui permettent donc de montrer un différentiel entre un fonds et son indice de référence mais ne permettent pas de connaître les impacts ESG indirects d'un investissement.

En effet, la plupart des indicateurs ESG sont calculés relativement au poids des entreprises en portefeuille. Par exemple, pour les émissions de CO<sub>2</sub>, le calcul réalisé est le suivant :

$$\text{Intensité carbone} = \frac{\text{Émissions de CO}_2 \text{ de l'entreprise} \times \text{pourcentage de l'entreprise dans le fonds}}{1}$$

Or, en utilisant cette formule, les émissions de carbone d'un fonds seront les mêmes que ses actifs sous gestion soient de 100 millions d'euros ou d'un milliard d'euros. Cette méthodologie donne donc la possibilité de comparer un fonds à un indice de référence non ISR et d'en retirer un différentiel, mais pas d'évaluer le volume d'émissions de CO<sub>2</sub> émises pour un euro investi.

De plus, la plupart de ces indicateurs sont rapportés au chiffre d'affaires des entreprises investies, ce qui ne permet d'apprécier l'évolution globale des émissions de CO<sub>2</sub>. Certains gestionnaires comme Pictet AM ont choisi de présenter les émissions de GES totales du fonds et non de les rapporter au chiffre d'affaires des entreprises investies. Le fonds Pictet-European Sustainable Equities émet ainsi près de 8000 tonnes de GES de moins que le MSCI Europe. Mais il s'agit encore ici d'une moyenne pondérée par le poids des entreprises dans le portefeuille.

Seule la mesure réalisée par Trucost pour Henderson permettait de mesurer l'« empreinte carbone » réelle d'un fonds, en tonnes de GES par millions de livres investis. Le calcul effectué par Trucost est le suivant :

$$\text{Intensité carbone} = \frac{\text{Émissions de CO}_2 \text{ de l'entreprise} \times \text{part du capital de l'entreprise détenu par le fonds}}{1}$$

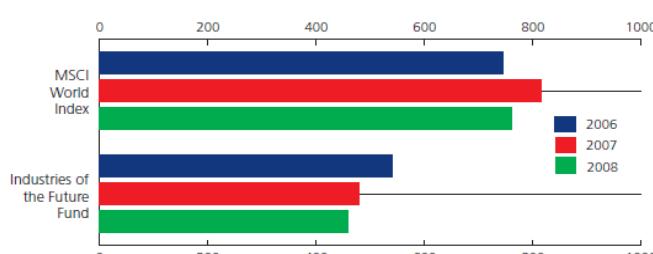
### Extrait de l'audit carbone du fonds Henderson Industries of the future, 2008

Figure 1: Overall carbon performance

	Industries of the Future Fund	MSCI World Index
Total Value (£m) as at 31/12/07	56	14,724,889
Carbon emissions (tCO2e)	13,925	7,637,762,461
Carbon intensity (tCO2e/£m) 2008	458	760
Carbon intensity (tCO2e/£m) 2007	480	816
Carbon intensity (tCO2e/£m) 2006	540	746

Le dernier reporting du fonds montrait ainsi qu'en 2008, pour un million de livres investi, le fonds émettait 458 tonnes de GES, contre 760 pour l'indice MSCI World Index.

Carbon intensity (tCO2-e/£m invested turnover)



Source: Trucost, June 2008

## VI.

# Vers une nouvelle allocation des actifs ?

## Pilotage des fonds sur des indicateurs ESG

Outre la disponibilité des informations, les indicateurs ESG ne se développent pas parce qu'ils ne sont pas considérés comme des outils de pilotage ISR. Les sociétés de gestion utilisent généralement de nombreux critères ESG pour définir la performance extra-financière des entreprises et les sélectionner dans leurs fonds. Les fortes émissions de GES d'un émetteur par rapport à la moyenne du secteur peuvent par exemple être compensées par de bonnes performances sur d'autres critères environnementaux, jugés plus déterminants.

Dans le reporting de son fonds « AG2R La Mondiale Actions ISR », AGICAM explique ainsi les modestes performances par rapport au benchmark en termes d'intensité carbone : « C'est un critère secondaire pour des secteurs largement représentés dans le portefeuille comme le secteur bancaire et celui de l'assurance ».

Cette différence entre les critères ESG de sélection des entreprises et les indicateurs de performance extra-financière d'un fonds pourrait expliquer que seule une poignée de gérants ISR pratiquant le *best-in-class* en publient. Le risque d'afficher une sous-performance ESG dans un reporting sur des critères précis alors que la moyenne multi critères témoigne au contraire d'une bonne performance extra-financière globale est réel.

Parmi les gérants ISR, La Banque Postale AM fait presque figure d'exception puisqu'elle a choisi d'exclure en amont les entreprises les moins performantes sur les deux indicateurs ESG présentés : l'intensité carbone et la création d'emploi. Ce filtre lui permet de s'assurer que le portefeuille est plus performant que le benchmark sur ces indicateurs.

Pictet AM a adopté une approche comparable puisque sa sélection ESG des titres repose sur deux notations croisées. La première résulte d'une analyse ESG multi critères traditionnelle alors que la deuxième, baptisée « IMPACT », se concentre sur deux critères, l'empreinte carbone et la création d'emploi. Les entreprises notées C ou de B- sur ces critères, sur une échelle de A+, A-, B+, B-, C, sont exclus de l'univers d'investissement.

Il ne s'agit pas de prétendre que la responsabilité environnementale d'une entreprise se limite à ses émissions de GES ou que l'indépendance des administrateurs résume à elle seule sa gouvernance. De la même façon, le rendement d'un fonds ne se suffit pas en soi et doit toujours être observé au regard d'autres critères comme la prise de risques ou la liquidité.

Sans qu'il s'agisse d'un objectif exclusif pour l'investissement responsable, trouver des indicateurs quantitatifs consensuels, communs à tous les investisseurs permettant et mesurant la contribution d'un fonds ISR en termes d'impacts ESG réels, permettrait de donner plus de lisibilité aux fonds ISR.

## De la sélection de titres à l'allocation globale

La mesure de la performance ESG des portefeuilles pose également la question de l'allocation sectorielle. En effet, les impacts ESG d'une entreprise étant fortement influencés par son type d'activité, la performance ESG d'un fonds l'est aussi par sa capacité à orienter ses investissements vers des secteurs aux impacts ESG moindres s'ils sont négatifs, voire même positifs.

C'est particulièrement le cas pour les émissions de GES dont le volume, à l'échelle d'un fonds, reste très largement dépendant de l'allocation ou non dans des secteurs dits « carbo-intensifs » tels que l'extraction minière, le pétrole et le gaz ou les services énergétiques.

Les fonds ISR *best-in-class* tels qu'ils sont construits aujourd'hui visent à encourager les entreprises les mieux disantes en termes de développement durable dans tous les secteurs économiques. Cette approche ISR a l'avantage de ne pas générer de biais sectoriels sur des considérations extra-financières. Elle permet de conserver une allocation sectorielle proche de celle de grands indices boursiers utilisés pour le calcul de la performance financière des fonds. Ces indices n'ont pas pour vocation de promouvoir une économie moins carbonée ou plus verte. Les rares indices positionnés sur la thématique environnementale (Low Carbon 100 Europe Index, FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40 Index...) sont construits sur la même logique *best-in-class*. Ils sélectionnent les entreprises les mieux disantes dans chaque secteur d'activité. Ils ne sont à ce jour ni utilisés comme benchmark par les investisseurs responsables, ni approuvés par les ONG environnementales. On peut donc s'interroger sur leur utilité.

Pourtant, l'idée d'adopter une stratégie de placement volontairement moins carbo-intensif pourrait être bénéfique d'un point de vue environnemental et économique. Mais mettre en place une stratégie d'investissement intégrant la lutte contre le changement climatique suppose d'abord de pouvoir mesurer les émissions de GES des investissements. Plusieurs initiatives vont dans ce sens, en orientant les investisseurs particuliers et institutionnels vers des produits moins « carbonés ».

### Flécher les actifs « décarbonés »

En 2007, une initiative lancée par les Caisses d'épargne avec un panel d'ONG environnementales et le soutien de l'ADEME, l'agence publique environnementale, avait tenté de mesurer la performance extra-financière des fonds sur la base de critères concrets et tangibles. Baptisé « Bénéfices Futur », le programme visait à mesurer et comparer les performances des produits financiers (fonds d'investissements, livrets, assurances vie...) sur trois critères : le risque financier (critère Sécurité), la prise en compte de critères sociaux et environnementaux dans la gestion (critère Responsabilité) et l'impact des activités financées sur le climat (critère Climat) par les émissions de GES. Stoppée en 2010 par les Caisses d'épargne sans avoir jamais pris l'ampleur qu'espérait ses promoteurs parce qu'elle n'a été adoptée par aucun autre établissement, cette expérience pourrait trouver un nouveau souffle.

L'un de ses animateurs, Stanislas Dupré, a lancé à Paris fin 2012 l'association « 2° *Investing Initiative* ». Elle a notamment pour objectif de parvenir à une mesure de la contribution d'un investissement, quel qu'il soit, au financement de la transition énergétique. Le projet a pour ambition de contribuer à limiter l'augmentation du réchauffement climatique à deux degrés grâce au

développement de produits financiers dédiés. Stanislas Dupré souligne le poids du secteur financier dans la lutte contre le changement climatique et le financement de la transition énergétique.

## ENTRETIEN AVEC STANISLAS DUPRÉ, FONDATEUR DE L'INITIATIVE 2° INVESTING INITIATIVE

### Comment fonctionne 2° investing ?

*2° investing initiative est une association d'intérêt général qui rassemble institutions financières, pouvoirs publics, organismes de recherche experts et ONG. Cette association a pour but de pousser les investisseurs à orienter leurs capitaux vers le financement de la transition énergétique notamment en créant un indicateur de mesure de cette dimension. Nous souhaitons être un think tank plutôt qu'un groupe de lobbying, afin de nourrir et d'élever le débat, nous regroupons d'ailleurs des membres aux intérêts très divers.*

### Quels sont vos objectifs à moyen terme et comment comptez-vous les atteindre ?

*Notre objectif est de voir nos réflexions prises en compte dans les pratiques du secteur financier et la réglementation, d'ici 5 ou 7 ans. Pour cela nous travaillons dans deux domaines :*

- La publication d'études et l'organisation de colloques : après une première étude sur ce que serait une régulation financière "2°" publiée en décembre, nous préparons une seconde étude qui explore comment passer des méthodes actuelles de calcul de l'impact carbone des portefeuilles, à un véritable indicateur de contribution au financement de la transition énergétique, qui puisse être comparé aux objectifs d'un scénario climatique.*
- Nous prolongerons cela par un programme de recherche, pour développer et tester cet indicateur de "performance climatique".*

### À quelles conditions pensez-vous qu'une mesure de l'impact climatique des produits financiers soit réalisable ?

*Pour mesurer la performance climatique, deux types d'informations sont nécessaires. Il faut des données issues des scénarios climatiques pour fixer des objectifs : l'Agence Internationale de l'Énergie en produit sur les besoins en investissements par technologies, elles pourraient être adaptées en quelques mois. D'autre part, des données sur les émetteurs sont indispensables, pour comparer leurs placements aux objectifs. La collecte est longue et coûteuse, mais si un spécialiste comme Bloomberg décidait de se mobiliser réellement cela pourrait s'accélérer. Des obligations d'information pourraient ainsi être mise en œuvre en un ou deux ans. Ensuite, il faudrait développer des incitations, fiscales par exemple, sur la base de cet indicateur. Compte tenu des durées de déploiement de nouveaux cadres réglementaires, les méthodes ne sont donc pas pour nous le facteur bloquant.*

## **Impact investing**

Au-delà d'une sélection d'émetteurs aux impacts ESG négatifs limités, générer un impact positif mesurable à travers des investissements spécifiques devient une stratégie attractive. L'« *impact investing* » est ainsi peu à peu considéré comme une poche d'allocation d'actifs à part entière. Les *impact investments* sont définis comme des investissements réalisés avec l'intention de générer un impact social et environnemental positif mesurable, en plus d'un retour financier.

En France, cette démarche s'appelle la finance solidaire. L'*impact investing* n'est pas une pratique nouvelle et ses contours sont encore flous mais le développement de ces produits qui érigent l'impact extra-financier comme objectif est un signe d'évolution manifeste. De plus, la capacité de ses promoteurs à démontrer l'impact ESG des sommes investies peut contribuer au développement de la mesure de la performance extra-financière.

## **Obligations vertes**

Flécher des investissements verts et adapter les reporting en fonction de cet objectif sont aussi la vocation de produits tels que les *climate bonds*, *green bonds* ou les émissions ISR des collectivités locales. Ces nouvelles émissions obligataires attirent massivement les investisseurs responsables signataires des Principes pour l'Investissement Responsable (PRI). Elles ont des atouts incontestables puisqu'elles financent des projets précis (infrastructures d'adaptation au changement climatique, rénovation énergétique des lycées...) et comportent généralement une obligation de reporting sur leurs dimensions environnementales et sociales. Les investisseurs institutionnels souhaitent pouvoir afficher leur contribution à des objectifs de cette nature. C'est ce qui explique le succès de ces émissions qui représentent aujourd'hui, pour la Banque Mondiale par exemple, un encours de 2,7 milliards d'euros.

Dans une optique comparable, de grandes institutions telles que la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et l'International Finance Corporation (Banque Mondiale) travaillent activement à la mise en place d'indicateurs ESG visant à démontrer l'apport de leurs financements. Par exemple, la BEI associe à ses prêts des centaines de critères économiques et extra-financiers. Agrégés, à l'échelle de la banque, cela lui permet par exemple d'affirmer que 5% des Européens utilisent des transports en communs que la BEI a contribué à financer. Elle utilisait jusque-là un système de reporting multi critères sur l'intégration de critères ESG dont la lisibilité ne la satisfaisait pas. Elle a donc mandaté un nouveau fournisseur pour élaborer un modèle de reporting plus focalisé sur des objectifs précis.

Alors que l'investissement responsable est jusqu'ici resté très orienté sur le processus lui-même plus que sur la mesure de son résultat extra-financier, il pourrait être concurrencé par de nouveaux produits de ce type.

## Conclusion

La mesure de performance est un élément fondamental de la gestion financière. Or, cette étude montre que l'évaluation de la performance extra-financière de la gestion intégrant des paramètres ESG en est encore à ses balbutiements. Le chemin est encore long pour aboutir à un consensus méthodologique permettant de l'objectiver et de comparer les fonds ISR sur ce critère.

Pour les rares acteurs ayant tenté de la quantifier au travers d'indicateurs concrets et simples, des obstacles méthodologiques importants demeurent. Qu'il s'agisse du manque de données consolidées venant des entreprises, même pour des indicateurs élémentaires comme la création d'emploi et les émissions de gaz à effet de serre (GES), ou qu'il s'agisse de la façon d'agréger ces mesures à l'échelle d'un portefeuille, les résultats sont difficilement comparables d'un fonds à l'autre. À ce stade, de nombreux promoteurs de l'investissement responsable préfèrent s'en tenir à des reporting ESG qualitatifs ou présenter des indicateurs quantitatifs multi critères même s'ils restent peu parlants.

Les échanges avec des investisseurs institutionnels révèlent pourtant un besoin réel d'indicateurs de mesure ESG clairs, comparables, et pouvant être relayés auprès de différentes parties prenantes : leur tutelle, leurs ayants-droit et même plus largement le grand public. En outre, si l'ISR est encore relativement méconnu des investisseurs particuliers, il gagne en visibilité médiatique. Mais il ne pourra s'implanter dans les réseaux de distribution des banques et assurances, qu'à condition de pouvoir démontrer à travers des indicateurs ESG leur performance extra-financière. C'est le pari que fait le groupe BNP Paribas. Sa société de gestion BNP Paribas AM et sa plateforme de distribution Cortal Consors travaillent chacun depuis plusieurs années à mettre en avant des indicateurs, notamment sur l'évolution des effectifs et les émissions de GES, en complément des performances financières.

Gageons que le reporting des entreprises sur les enjeux ESG va s'améliorer, ce qui facilitera la tâche des fournisseurs de services qui les agrègent et des analystes ISR qui les exploitent. Un consensus méthodologique est également nécessaire pour rendre les fonds comparables entre eux et voir émerger des mesures de la performance absolue d'un investissement au plan ESG. Les critères retenus pourraient alors devenir de vrais indicateurs de pilotage des fonds permettant de garantir que sur les enjeux ESG, les fonds apportent une valeur ajoutée complémentaire à la performance financière attendue par l'investisseur.

Enfin, la consolidation des indicateurs ESG semble indispensable à la légitimation des démarches ISR bousculées par les interrogations sur leur impact réel et le développement de démarches alternatives comme *l'impact investing* ou les émissions obligataires ISR. Des éléments de preuve objectivables sont aujourd'hui exigés de ce secteur qui sort de sa niche. Le défi est grand mais il justifie amplement la mobilisation de moyens plus importants que ceux qui lui ont été accordés jusque-là.

## QUELS INDICATEURS POUR MESURER LA PERFORMANCE ESG DES INVESTISSEMENTS ?

Une étude réalisée par Dominique Blanc,  
Aela Cozic et Aurélie de Barochez,  
Centre de recherche ISR de Novethic

Filiale de la Caisse des Dépôts, Novethic est un centre de recherche et d'expertise sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR) 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 et labellise des fonds ISR depuis 2009.

**novethic**



Novethic  
56 rue de Lille, 75007 Paris  
Tel : +33 (0)1 58 50 98 14  
E-mail : [info@novethic.fr](mailto:info@novethic.fr)  
[www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)